

# **Informe de Política Monetaria**

Diciembre de 2025



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

# **Informe de Política Monetaria**

Diciembre de 2025

# Contenidos

**Pág. 3 | Visión Institucional**

**Pág. 4 | I. Desarrollos macroeconómicos**

**Pág. 15 | II. Precios**

**Pág. 22 | III. Política Monetaria**

*Pág. 23 | Recuadro III.1 | Riesgo de hiperinflación: Evidencia a fin del 2023 y desactivación en 2024*

*Pág. 27 | Recuadro III.1.1 | Régimen de agregados monetarios: Precedentes en Argentina y resultados*

*Pág. 31 | Recuadro III.2.1 | Dolarización electoral y desafío monetario: La relación inversa entre la aversión al riesgo y la demanda de dinero en una economía bi-monetaria*

*Pág. 37 | Recuadro III.2.2 | Régimen de agregados monetarios: Desafíos operativos en mercados secundarios poco profundos*

*Pág. 44 | Recuadro III.4.1.1 | Régimen de agregados monetarios: Estimación de la demanda de dinero*

*Pág. 47 | Recuadro III.4.1.2 | El crowding in del crédito privado*

*Pág. 50 | Apartado técnico 1 / Reconciliación entre el récord de compras de divisas y el rezago en la acumulación de RR.II.*

*Pág. 55 | Apartado técnico 2 / Definiciones complementarias de RIN (BCRA y FMI)*

*Pág. 58 | Apartado técnico 3 / Actualización del IPC - INDEC: Cambios esperados y sus implicancias*

*Pág. 62 | Apartado técnico 4 / IPC subyacente (IPC-S BCRA): Una métrica adicional para el monitoreo de la tendencia inflacionaria*

*Pág. 65 | Apartado técnico 5 / Régimen de agregados monetarios y ancla nominal: estimación de la demanda real de dinero*

**Pág. 70 | Glosario de Abreviaturas y Siglas**

## Visión Institucional

A partir del lanzamiento de la Fase 4 del programa de estabilización<sup>1</sup> y con el objetivo de fortalecer la transparencia y la comunicación del esquema monetario, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) retoma la publicación trimestral de su Informe de Política Monetaria (IPOM). La publicación, que se inicia a partir del tomo correspondiente al último trimestre de 2025, adopta la práctica habitual de los principales bancos centrales en materia de comunicación.

A través del IPOM, el BCRA comparte su diagnóstico sobre la situación macroeconómica nacional e internacional, presenta su evaluación de las perspectivas a futuro y explica de manera sistemática las decisiones de política monetaria adoptadas con el fin de cumplir su objetivo de estabilidad de precios. El informe se estructura en capítulos dedicados al contexto macroeconómico, a la evolución de los precios y al accionar de la política monetaria, complementados con recuadros temáticos y apartados técnicos que profundizan el análisis cuantitativo de temas específicos. Este enfoque facilita una mejor comprensión de la relación entre la política monetaria, la formación de expectativas del sector privado y el equilibrio macroeconómico general.

A diferencia de otras experiencias de estabilización, el programa vigente permitió avanzar de manera sostenida en la corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos heredados, cumpliendo los contratos preexistentes. El establecimiento del equilibrio fiscal, la eliminación del financiamiento monetario al Tesoro, la corrección de distorsiones en los precios relativos y el saneamiento del balance del Banco Central contribuyeron a reducir la inflación y permitieron liberar el mercado cambiario. La consistencia de las políticas fiscales, monetarias y cambiarias adoptadas permitió la convergencia de la economía a su equilibrio de corto plazo mientras que la perspectiva de reformas estructurales refuerza las expectativas en torno a su sostenibilidad de largo plazo. En este orden, el BCRA seguirá avanzando sobre la normativa que facilite el desarrollo eficiente y prudente del régimen de competencia de monedas.

El BCRA ha adoptado un régimen de control de los agregados monetarios como ancla de la evolución nominal de la economía. Esta decisión es consistente con experiencias exitosas de estabilización similares para economías en desarrollo. También toma en cuenta las particularidades de una economía caracterizada por una transición post-crisis y altamente dolarizada en la cual los mecanismos de transmisión de la tasa de interés, el tipo de cambio y la cantidad de dinero difieren de las observables en economías en estado estacionario. Bajo este marco, la política monetaria buscará que la oferta de dinero acompañe de cerca la recuperación de la demanda real de dinero.

El BCRA considera que están dadas las condiciones para priorizar el abastecimiento de la demanda de dinero a través de la compra de divisas durante el 2026, facilitando el objetivo de acumulación de reservas internacionales. Este diagnóstico refleja una reducción significativa en los conflictos y *trade offs* que pueden surgir entre objetivos económicos, implicando un contraste importante con las condiciones adversas que prevalecieron en la coyuntura de 2024 y 2025. Dicho esto, ante condiciones globales y domésticas permanentemente cambiantes la multiplicidad de objetivos de la política económica nunca deja de presentar un desafío para el manejo de la política monetaria. Siguiendo el mandato de su carta orgánica, el directorio del BCRA velará por preservar la estabilidad de precios, utilizando todas las herramientas de política monetaria a su disposición.

---

1 Ver "[Profundización del esquema de agregados monetarios: fase de re-monetización 2026](#)", 15 de diciembre, 2025

# I. Desarrollos macroeconómicos recientes

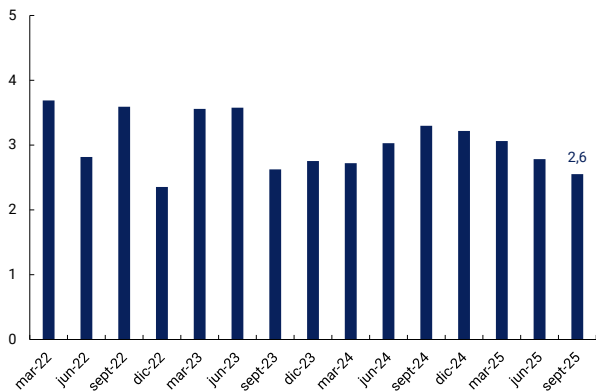
## I.1. Condiciones internacionales para la Argentina

1. El crecimiento estimado de los principales socios comerciales de Argentina para 2025 resultó superior a lo previsto inicialmente, pese a la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales globales, mientras que para 2026 se proyecta una desaceleración. La mayor resiliencia se debió a diversos factores como el adelantamiento de la producción y el comercio ante la previsión de incrementos de aranceles; condiciones financieras globales más laxas; políticas fiscales y monetarias favorables; y una fuerte demanda de nuevas inversiones relacionadas con la Inteligencia Artificial (IA) en algunos países, en particular Estados Unidos<sup>2</sup>.

2. En el tercer trimestre del año, los principales socios comerciales registraron un crecimiento promedio de 0,5% trimestral (s.e.), similar al crecimiento del segundo trimestre, mientras que en términos interanuales se expandieron 2,6% (ver Gráfico I.1.1). Brasil y la zona del euro avanzaron 0,1% y 0,3% trimestral s.e., respectivamente, mientras que China y Estados Unidos crecieron ambos al 1,1% trimestral. Se espera que los principales socios cierren el año 2025 con una expansión promedio de 2,7% y registren un crecimiento levemente menor para 2026 (2,3%), explicado principalmente por la desaceleración de China y Brasil (ver Cuadro I.1.1).

Gráfico I.1.1 | PIB de los principales socios comerciales

var. % i.a.



Nota: la variación promedio de los principales socios comerciales de Argentina se calculó utilizando los ponderadores que tienen en el ITCRM los cuatro primeros socios comerciales (Brasil, China, zona del euro y Estados Unidos). [Ver metodología ITCRM](#).

Fuente: BCRA.

Cuadro I.1.1 | Proyecciones de crecimiento económico

	2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	3° trim. 2025	Pronósticos*	
Estados Unidos	2,8%	2,4%	2,0%	2,1%	2,3%	2,0%	1,9%
Zona del euro	0,9%	1,3%	1,4%	1,3%	1,3%	1,3%	1,1%
China	5,0%	5,4%	5,4%	5,2%	4,8%	4,9%	4,3%
Brasil	3,4%	3,6%	3,2%	2,4%	1,8%	2,3%	1,8%
Principales socios (prom.)	3,1%	3,2%	3,1%	2,8%	2,6%	2,7%	2,3%

Nota: los pronósticos corresponden al promedio de las proyecciones de FMI (oct-25), OCDE (dic-25) y Reuters consenso de mercado (dic-25). Para el cálculo de la variación del PIB de los principales socios comerciales, ver la nota del Gráfico I.1.1.

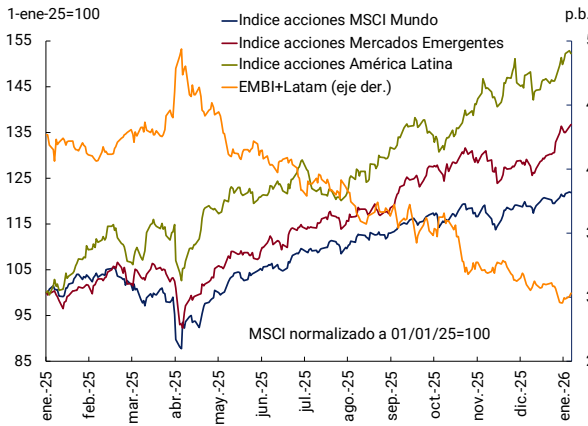
Fuente: BCRA, FMI, OCDE y Reuters.

3. En 2025, mejoraron las condiciones financieras para los países emergentes, con tasas de interés internacionales más bajas y un debilitamiento del dólar. No obstante, fue un año de elevada volatilidad en los mercados: acusaron el impacto inicial de las tensiones comerciales para luego recuperarse; y, por momentos, reflejaron la incertidumbre sobre la sostenibilidad de las valuaciones de las acciones, especialmente las tecnológicas, en medio de la euforia por la IA. El índice MSCI de acciones globales subió 19,4%, mientras que el de emergentes avanzó 30,4% y el de Latam 46,2% (ver Gráfico I.1.2). Por su parte, la Fed implementó tres bajas de tasas en 2025 (75 p.b. en total) y el mercado espera recortes adicionales por más de 50 p.b. en 2026. Esta disminución en las tasas cortas no se trasladó completamente a las más largas: la tasa a 10 años de los bonos del Tesoro bajó sólo 40 p.b. hasta 4,17%. De hecho, un rasgo distintivo de la dinámica financiera fue el desacople entre la tasa a 10 años y el dólar multilateral, con frecuentes fases de presiones alcistas

2 FMI (2025), "Panorama Económico Global", octubre; y OCDE (2025), "Panorama Económico", diciembre.

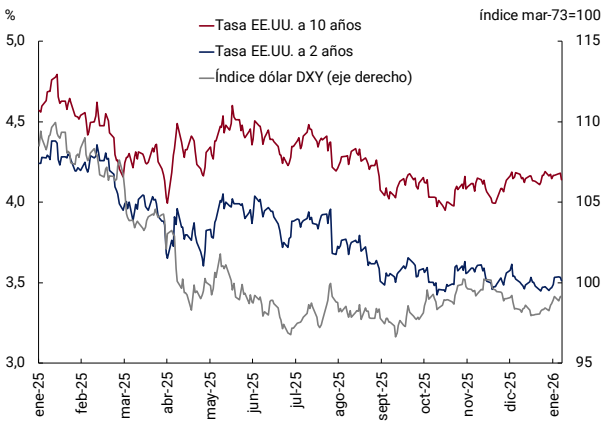
sobre la tasa que convivieron con una depreciación de dicha moneda (ver Gráfico I.1.3). Así, hubo una reducción significativa del costo de financiamiento para emergentes: el EMBI+ Latam bajó 119 p.b. en 2025.

**Gráfico I.1.2 | Mercados de acciones y EMBI**



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg. Datos al 13-ene-26

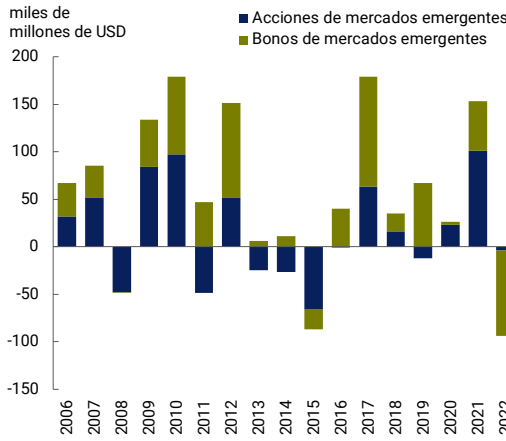
**Gráfico I.1.3 | Tasas de interés de EE. UU. y dólar**



Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg. Datos al 14-ene-26

**4. En un contexto de condiciones financieras más favorables, el flujo de capitales hacia mercados emergentes registró entradas netas tras tres años consecutivos de salidas.** Hacia diciembre de 2025, los fondos de renta fija y los de renta variable registraron cinco y siete semanas seguidas de ingresos respectivamente. En el transcurso del año, las entradas netas totalizaron aproximadamente USD 27.400 millones en bonos y USD 26.000 millones en acciones, lo que representa un cambio significativo respecto del patrón previo (ver Gráfico I.1.4). No obstante, los datos preliminares disponibles hasta al tercer trimestre de 2025 evidencian una desaceleración de las inversiones de portafolio de no residentes respecto del segundo trimestre, con una marcada heterogeneidad entre los principales mercados emergentes. Asimismo, las colocaciones en bonos nominados en moneda local se redujeron, aunque las presiones de venta observadas en el segundo trimestre se moderaron a partir de septiembre.

**Gráfico I.1.4 | Flujos de capital hacia fondos especializados en activos emergentes**

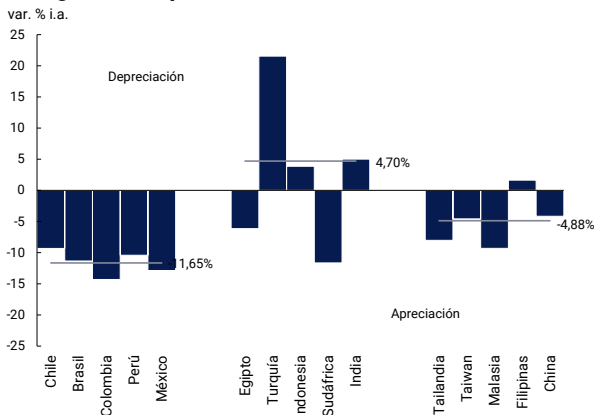


\*Datos al 12 de diciembre.

Fuente: BCRA en base a datos de J. P. Morgan, EPFR Global, Bloomberg Finance L.P.

**5. Argentina se vio favorecida por la revalorización de monedas de países emergentes.** El dólar multilateral (DXY) registró en 2025 una depreciación superior al 9%, la mayor caída anual desde 2017. Las economías emergentes evidenciaron una resiliencia significativa, sustentada en el fortalecimiento de sus mercados financieros locales. Este desempeño se explica, principalmente, por el incremento en la emisión de deuda soberana en moneda local y su creciente absorción por parte de inversores domésticos, lo que redujo la dependencia histórica del financiamiento en moneda extranjera y mitigó parcialmente la exposición directa al riesgo cambiario. En este marco, las principales monedas latinoamericanas mostraron una apreciación respecto al dólar superior a la del conjunto de monedas emergentes, destacándose el real brasileño, que acumuló una ganancia anual superior al 11% frente al dólar (ver el Gráfico I.1.5).

**Gráfico I.1.5 | Evolución de las principales monedas emergentes respecto al dólar en 2025**



Fuente: BCRA en base a datos de Reuters.

**6. Los precios de las principales materias primas agrícolas que exporta Argentina subieron en diciembre de 2025 y se encuentran en línea con el promedio anual.** Durante 2025, los precios de los *commodities* presentaron una elevada variabilidad, debido a políticas arancelarias y eventos geopolíticos que impactaron significativamente en estos mercados. A mediados de enero de 2026, la soja cotizó en torno a USD 386 por tonelada, el trigo a USD 188 y el maíz a USD 165. Por su parte, la variedad Brent de petróleo crudo, que actualmente cotiza en torno a USD 63 el barril, acumuló durante el último año una caída aproximada de 14%, reflejando una combinación de exceso de oferta (principalmente por anuncios de mayor producción por parte de la OPEP+) y una demanda global moderada. Para 2026, el mercado pronostica un precio promedio de USD 62 el barril, debido a acumulación de inventarios y una mayor estabilización de la oferta de la OPEP+ (ver Cuadro I.1.2).

**Cuadro I.1.2 | Precios de materias primas (en USD corrientes)**

Commodities	2024	2025	IV-Trim 2025	Dic-2025	2026 (futuros)
Soja	405	382	395	396	392
Trigo	210	193	192	192	197
Maíz	167	169	170	173	170
Brent	80	69	63	62	62
IPMP	259	256	262	265	275

Nota: Soja, trigo y maíz: USD por tonelada. Brent, USD por barril. IPMP índice dic-01=100  
Fuente: BCRA en base a datos de Bloomberg.

**7. Para 2026 se espera un menor dinamismo de los principales socios comerciales, con condiciones financieras favorables para los mercados emergentes y sostenimiento de los precios de las materias primas.** La posibilidad de aumentos adicionales en las barreras comerciales persiste como un factor de riesgo que dañaría las cadenas globales de suministro y podría afectar las expectativas de crecimiento. Se mantiene el riesgo de correcciones abruptas en los mercados financieros debido a valoraciones de activos excesivamente altas, especialmente en las empresas tecnológicas. El impacto macroeconómico de la inteligencia artificial y la forma en la que los mercados lo procesen permanecen como fuentes relevantes de incertidumbre. Finalmente, las vulnerabilidades fiscales en muchos países podrían elevar los rendimientos de los bonos soberanos y endurecer las condiciones financieras globales.

## **I.2. Contexto Local**

**8. Partiendo de una situación de inestabilidad crítica, el gobierno implementó un programa internamente consistente que orientó la economía hacia un marco de mayor libertad y estabilidad, cimentada sobre fundamentos económicos sólidos.** El principal pilar del orden macroeconómico, el equilibrio fiscal, se alcanzó desde enero de 2024, el primer mes de gobierno, y se sostuvo firmemente. La eliminación del financiamiento monetario del déficit fiscal, el sinceramiento inicial del tipo de cambio, la eliminación de la emisión endógena asociada a pasivos remunerados y la corrección de las enormes distorsiones de precios relativos contribuyeron a la rápida reducción de los desequilibrios externos y monetarios. Estas medidas, junto con la canalización ordenada de los elevados y forzados niveles de endeudamiento comercial de los importadores, permitieron estabilizar el mercado cambiario y mejorar el control del BCRA sobre el proceso inflacionario.

**9. La normalización de los principales flujos macroeconómicos permitió avanzar en el saneamiento del balance del BCRA.** En paralelo, se desplegó un conjunto de reformas microeconómicas orientadas a eliminar trabas burocráticas y se avanzó en la apertura comercial y a fines de 2024 se estableció un régimen de regularización de activos (blanqueo de capitales) que facilitó la repatriación de ahorro de residentes. Ese nuevo marco de política económica priorizó el desarrollo de la actividad privada, con los bancos recobrando su rol de intermediación financiera para el sector privado. Asimismo, se logró la reinserción de la Argentina en el sistema financiero internacional, fortaleciendo la relación con el Fondo Monetario Internacional (FMI) —cuyos desembolsos netos permitieron mejorar el balance del BCRA— y con la comunidad financiera global, en un contexto en el que se recuperó el interés financiero por activos argentinos tras la eliminación de los controles cambiarios.

**10. La implementación del programa de estabilización se reflejó en una mejora significativa de las expectativas del mercado, dando cuenta de un proceso gradual de recuperación de la credibilidad de las instituciones públicas.** La actividad económica comenzó a recuperarse y las condiciones de vida mejoraron, revirtiendo más de una década de deterioro y estancamiento (ver Cuadro I.2.1).



Cuadro I.2.1 | Principales indicadores macroeconómicos

	Unidad de medida	2023	2025	
		nov-23	Últ. dato	Referencia
Actividad económica	nov-23=100	100,0	104,1	nov-25
Inflación minorista (IPC nivel general)	var. % i.a.	160,9	31,5	dic-25
Resultado fiscal primario (últ. 12 meses)	% del PIB	-2,1	1,4	dic-25
Deuda pública consolidada*	% del PIB	99,6	77,3	nov-25
Resultado cuenta corriente (balanza pagos int.)	% del PIB	-3,2	-1,3	III-25
M3 privado (stock bimonetario)	% del PIB s.e. últ. 3 meses	16,4	18,5	dic-25
Préstamos al sector privado (stock bimonetario)	% del PIB	6,1	11,6	dic-25
Prima de riesgo país (EMBIG)	puntos básicos	2.325	561	31/12/2025
Pobreza (ajustada por estacionalidad)	% de la población	40,5	30,1	III-25 est.

\*Metodología MECON. Suma de deuda del Tesoro Nacional (TN) y pasivos remunerados en pesos del BCRA, neta de depósitos del TN en el BCRA  
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, Bloomberg y Ministerio de Economía.

**11. En 2025 la actividad económica promedió un crecimiento superior al 4% anual.** La fuerte recuperación de la economía desde abril de 2024 hasta comienzos de 2025 se reflejó en una tasa de crecimiento anual muy significativa. El incremento promedio de la actividad durante los primeros once meses de 2025 fue de 4,5% anual (ver Gráfico I.2.1), resultando en un nivel de actividad superior a todo año previo de la serie histórica.

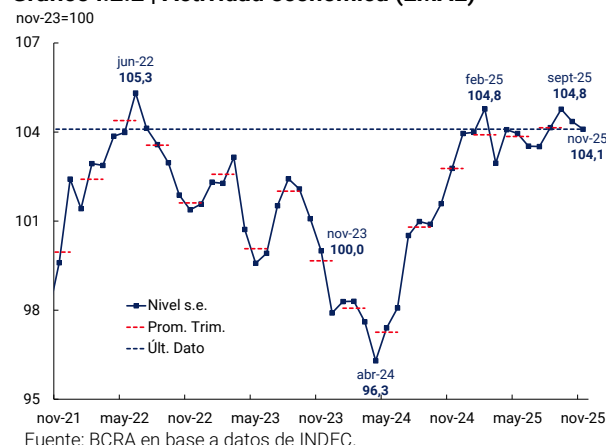
Gráfico I.2.1 | Variación anual de la actividad económica



\*Acumulado 11 meses.  
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

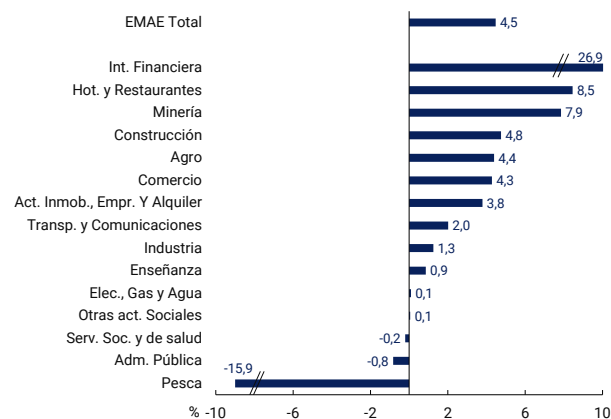
**12. La credibilidad en el programa macroeconómico permitió transitar un contexto de elevada incertidumbre sin sobresaltos significativos en la actividad.** Durante 2025 el aumento de la incertidumbre se tradujo en una mayor volatilidad financiera, tanto en el período previo al acuerdo con el FMI como también durante el proceso electoral. La economía transitó la coyuntura adversa con un impacto reducido sobre la actividad, en relación con las presiones financieras sufridas. De hecho, osciló en torno a un nivel relativamente estable a lo largo de 2025 (ver Gráfico I.II.2) a pesar de la caída de la demanda de dinero ante una dolarización de carteras equivalente a más del 50% del M2 (ver Párrafo 48). El contexto adverso afectó principalmente a la Industria y a la Construcción, mientras que otros sectores como Minería, Agro e Intermediación Financiera sostuvieron elevados ritmos de crecimiento.

**Gráfico I.2.2 | Actividad económica (EMAE)**



**13. El aumento de la actividad respecto a 2024 fue difundido entre los sectores económicos.** En 2025, al menos 10 de los 15 sectores que componen el EMAE crecieron en comparación con el año previo. La mejora de la actividad fue traccionada por el sector privado de la economía, destacándose el crecimiento de Intermediación financiera, Hoteles y restaurantes, Minería, Construcción, Agro y Comercio, impulsados por la recuperación del crédito privado (ver Recuadro III.1.2) y de la demanda interna, junto con las inversiones en Vaca Muerta (ver Gráfico I.2.3).

**Gráfico I.2.3 | Variaciones anuales de los sectores que componen el EMAE\***



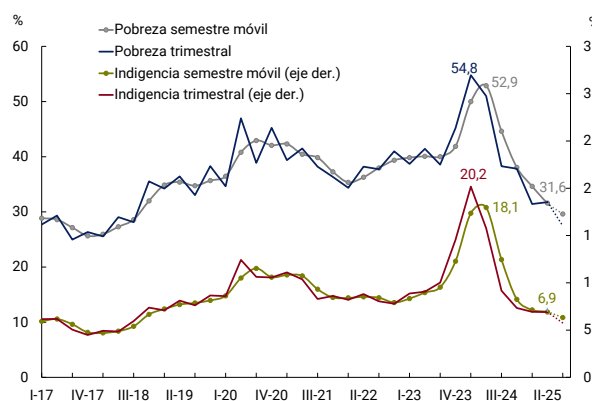
\*Acumuladas en 11 meses.  
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

**14. La demanda interna y externa aumentaron significativamente en 2025.** Los datos de Cuentas Nacionales disponibles al tercer trimestre de 2025 muestran fuertes incrementos promedio, respecto a igual período del año previo, tanto del Consumo privado (9,1%) y la Inversión (23,6%) como de las Exportaciones de bienes y servicios (6,8%). La recuperación del crédito y de los salarios reales, junto con la reducción del impuesto inflacionario respecto a 2024, fueron los principales motores del aumento de la demanda interna, mientras que el crecimiento de la cosecha y la expansión de la producción de petróleo y gas en Vaca Muerta fueron los determinantes principales del incremento de las exportaciones. En un contexto de crecimiento de la demanda y apertura comercial, parte de la expansión de la demanda se canalizó hacia las Importaciones de bienes y servicios, que crecieron 33,6% i.a. (ver Párrafo 25).

**15. El crecimiento económico y la reducción de la inflación impulsaron significativas caídas de la pobreza y la indigencia.** Como resultado de la mejora en el nivel de actividad económica, la focalización de los subsidios y la disminución del impuesto inflacionario, las tasas de pobreza e indigencia se redujeron hasta 31,6% y 6,9% en el primer semestre de 2025 respectivamente, tras alcanzar máximos de 52,9% y 18,1% en el primer semestre de 2024. Los datos disponibles del tercer trimestre de 2025 permiten estimar que ambas tasas continuaron reduciéndose en el margen (ver Gráfico I.2.4).

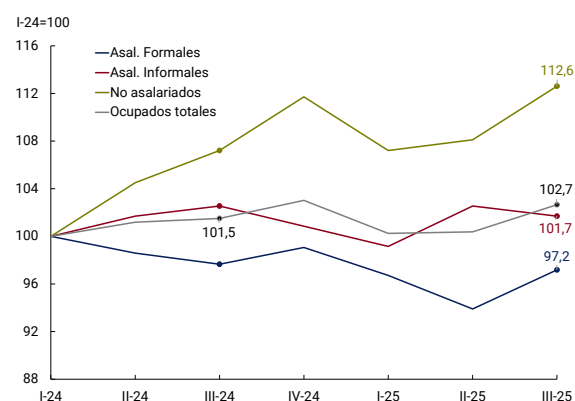
**16. En materia de desocupación, la tasa de desempleo del tercer trimestre de 2025 se redujo ligeramente en términos interanuales hasta ubicarse en 6,6% de la población económicamente activa (PEA), un nivel bajo en términos históricos.** El crecimiento del empleo total respecto al tercer trimestre de 2024 (1,2%) se explicó por el aumento del empleo no asalariado (5,0%), mientras que el empleo asalariado, tanto formal como informal, se mantuvo relativamente estable en términos interanuales (ver Gráfico I.2.5).

**Gráfico I.2.4 | Pobreza e indigencia**



Fuente: BCRA, en base a datos de INDEC.

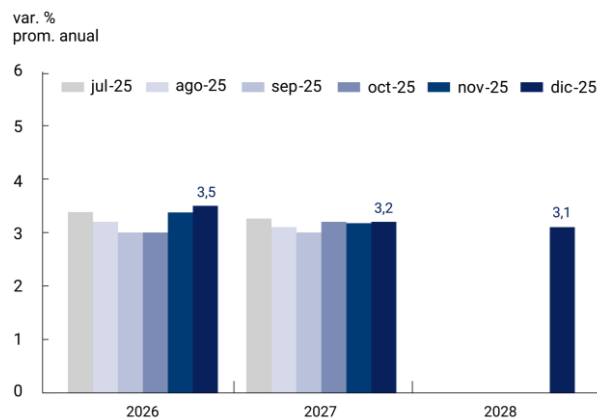
**Gráfico I.2.5 | Evolución del empleo total desagregado**



**17. Tras la estabilización macroeconómica y despejada la incertidumbre electoral se espera un crecimiento económico sostenido.** La mejora de las condiciones macroeconómicas y el despeje de la incertidumbre asociada al proceso electoral de 2025 permiten prever para 2026 una consolidación del proceso de crecimiento económico iniciado en abril de 2024. A fines de 2025 la sanción, por primera vez desde el inicio de la gestión del gobierno actual, de la Ley de Presupuesto Nacional 2026, así como de la Ley de Inocencia Fiscal dotaron de un mayor nivel de institucionalidad y eliminaron trabas para el libre desempeño del sector privado. La reducción del riesgo país, las inversiones previstas en el Régimen de Incentivos para Grandes Inversiones (RIGI), las reformas estructurales en marcha (reducción de impuestos, desregulación y apertura económica) y las que están en la agenda legislativa (modernización laboral), permitirán que la tendencia de crecimiento se sostenga en los próximos años, poniendo fin al estancamiento que la economía argentina sufre desde hace más de 10 años.

**18. Esta perspectiva favorable está reflejada en los pronósticos de los participantes del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) elaborado por el BCRA.** Luego del resultado de las elecciones legislativas de fines de octubre las expectativas de crecimiento económico para 2026 aumentaron alrededor de 0,5 p.p., al tiempo que los analistas del mercado prevén un crecimiento económico sostenido para los siguientes años (ver Gráfico I.2.6).

**Gráfico I.2.6 | Expectativas de crecimiento anual del PIB**

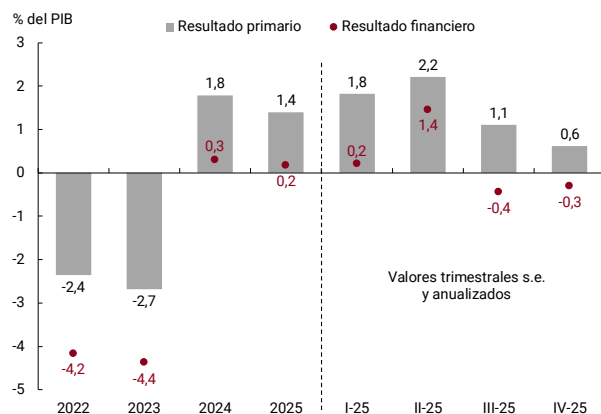


Fuente: REM-BCRA (dic-25).

**19. El ancla fiscal se apoyó en la racionalización del gasto que permitió reducir o eliminar impuestos sin comprometer el superávit.** El Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) registró un superávit primario en base caja de \$ 11,8 billones en 2025, obteniendo así un resultado fiscal superavitario por segundo año consecutivo —algo que no sucedía desde 2008—, superando la meta de \$ 10,8 billones establecida para 2025 en el Acuerdo de Facilidades Extendidas (EFF, por sus siglas en inglés) con el FMI. La consolidación fiscal se sostuvo trimestre a trimestre, a un ritmo que permitió que el superávit primario desestacionalizado y anualizado se mantuviera en todo momento por encima del 0,5% del PIB (ver Gráfico I.2.7).

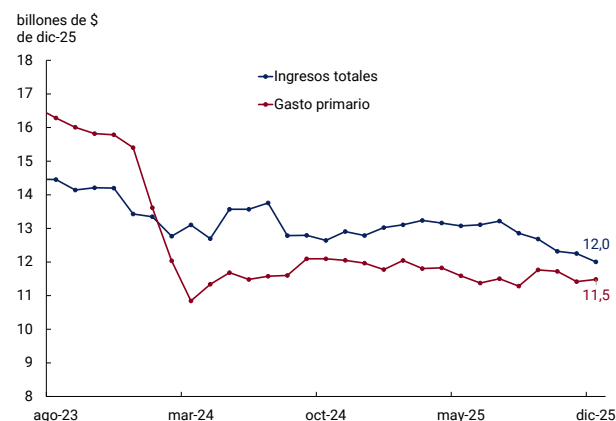
**20. El gasto primario retrocedió al nivel más bajo desde 2007.** Los ingresos totales representaron aproximadamente el 16,0% del PIB y el gasto primario el 14,6%, ambos con caídas respecto a 2024 (ver Gráfico I.2.8), lo que arrojó un superávit primario de 1,4% del PIB y un superávit financiero de 0,2% del PIB. Por el lado de los ingresos, la reducción respondió a bajas transitorias y permanentes de alícuotas al comercio exterior y a un régimen específico para el impuesto sobre los bienes personales. En el caso de los gastos, varias categorías se ubicaron en mínimos de varios años (subsídios, gasto de capital, remuneraciones y transferencias a provincias), mientras que se registró un aumento en el gasto en jubilaciones y en la Asignación Universal por Hijo para protección social.

**Gráfico I.2.7 | Resultado fiscal del SPNF**  
Base caja



Fuente: BCRA en base a datos de Secretaría de Hacienda e INDEC.

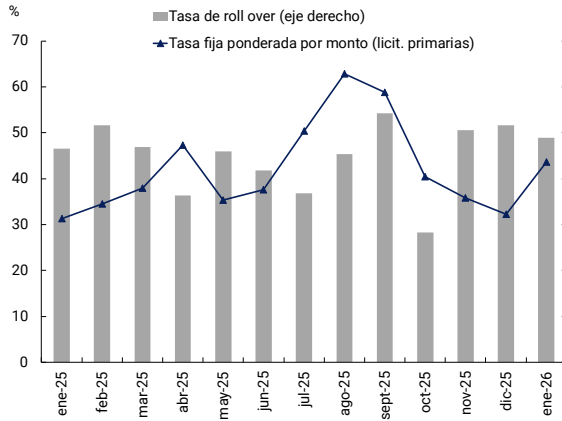
**Gráfico I.2.8 | Ingresos y gastos del SPNF**  
Series ajustadas por estacionalidad. Prom. móv. 3 meses



**21. Superada la incertidumbre electoral, el costo de endeudamiento del Tesoro Nacional (TN) se redujo significativamente.** El instrumento de referencia de corto plazo de la deuda pública, la LECAP a 30 días en el mercado secundario, que llegó a operar a una Tasa Efectiva Anual (TEA) de 90% en la previa a las elecciones legislativas del 26 de octubre (ver Párrafo 48), se comprimió a una TEA de 23% sólo 2 meses después. En el mismo período la prima de riesgo país (EMBIG) se redujo 401 puntos básicos (p.b.), de 1.026 p.b. a 625 p.b., en un contexto favorable para la deuda pública regional.

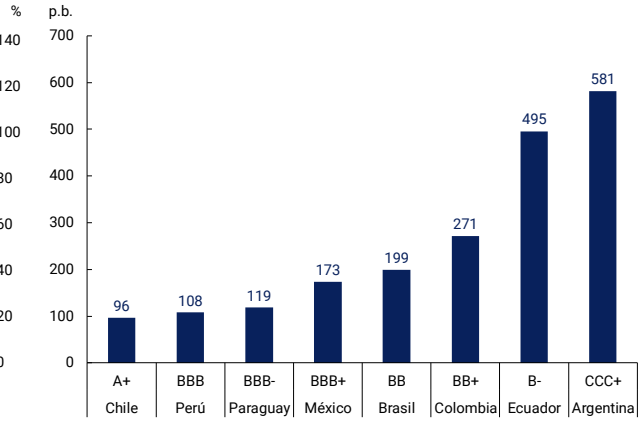
**22. El TN aprovechó la mejora en las condiciones financieras para extender el plazo promedio (de 66 a 416 días promedio) y reducir el costo de instrumentos comparables (de 65,9% TEA a 32,9% TEA<sup>3</sup>) de las colocaciones en pesos.** Asimismo, volvió a refinanciar la totalidad de sus vencimientos en los últimos dos meses del año, luego de que en octubre la tasa de *rollover* se ubicara en 57% (ver Gráfico I.2.9). El TN también aprovechó esta ventana para realizar una colocación en moneda extranjera por primera vez en 8 años por un monto de USD 910 millones y a una tasa levemente inferior a la de instrumentos similares en el mercado local. Tras esta colocación, la agencia S&P global elevó la calificación crediticia del país.<sup>4</sup>

**Gráfico I.2.9 | Licitaciones del TN en pesos en 2025**



En jul-25 se consideran como vencimientos del TN las tenencias de LEFIs de entidades previas a su canje. Ene-26 datos al 15-01.  
Fuente: Secretaría de Hacienda e INDEC.

**Gráfico I.2.10 | Deuda soberana. Spread EMBIG y calificación**



Datos al 15/01/26  
Fuente: S&P global y Bloomberg.

**23. Hacia delante, se espera que continúe el proceso de consolidación fiscal y que el TN cuente con más y mejores opciones de financiamiento de sus compromisos locales y externos.** El Proyecto de Presupuesto Nacional 2026 (PPN-26), recientemente convertido en ley, contemplaba una proyección de superávit primario de 1,5% del PIB para 2026, guarismo que fue validado por los analistas especializados según se reflejó en la mediana de las proyecciones del último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Dado que el PPN-26 fue aprobado sin la derogación de la ley de financiamiento educativo universitario ni de la ley de emergencia en discapacidad, será necesario recortar otros gastos, en particular aquellos cuyo ajuste no es automático, por un monto cercano a 0,5% del PIB. Dentro de los rubros entre los cuales se podría concentrar el ajuste se encuentran los salarios, los subsidios, los planes sociales y los bienes y servicios. Asimismo, en caso de aprobarse el Proyecto de Ley de Modernización Laboral, los recursos destinados al financiamiento de la seguridad social podrían reducirse. Por el lado del financiamiento, se espera que la Argentina continúe

3 Para esta comparación se consideró el retorno implícito en el mercado secundario del BONCAP T30E6 del día 14/10/25, que el TN decidió no convalidar en la licitación del día posterior y la tasa de corte de la LECAP S16A6 en la licitación del día 11/12/25.

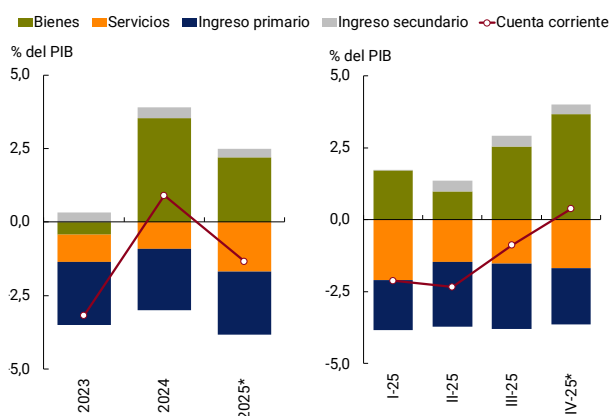
4 La deuda en pesos pasó a CCC+/C mientras que las obligaciones *hard dollar* a largo plazo pasaron de CCC a CCC+.

reduciendo su prima de riesgo, acercándose cada vez más a la de sus pares regionales (ver Gráfico I.2.10 y Párrafo 3).

**24. En el cuarto trimestre de 2025 se habría registrado un leve superávit de cuenta corriente de la balanza de pagos internacionales por unos USD 600 millones<sup>5</sup>.** En el año 2025, se estima que el resultado fue deficitario en unos USD 9.200 millones (-1,3% del PIB), producto de un primer semestre con elevados niveles de gasto privado (ver Gráfico I.2.11).

**25. Las exportaciones alcanzaron nuevos máximos históricos y las importaciones se moderaron tras la suba del tipo de cambio real.** En cuanto a los componentes de la cuenta corriente, las exportaciones de bienes exhibieron una tendencia creciente a lo largo de 2025, impulsadas principalmente por los envíos de petróleo crudo y granos y oleaginosas (y sus derivados). Ajustadas por estacionalidad, alcanzaron en el cuarto trimestre el nivel más alto de la historia, tanto en dólares corrientes como en cantidades —influidas por la eliminación temporal de los derechos de exportación agrícolas y por rindes récord históricos en la cosecha fina—. Por el lado de las importaciones, la reducción de aranceles y la remoción gradual de múltiples trabas administrativas generaron un rebalanceo de la canasta de bienes, en el que mostraron más dinamismo aquellas que habían estado reprimidas durante el anterior gobierno (como los bienes de consumo, los vehículos y los bienes de capital finales).

**Gráfico I.2.11 | Cuenta corriente de la Balanza de Pagos Internacionales**

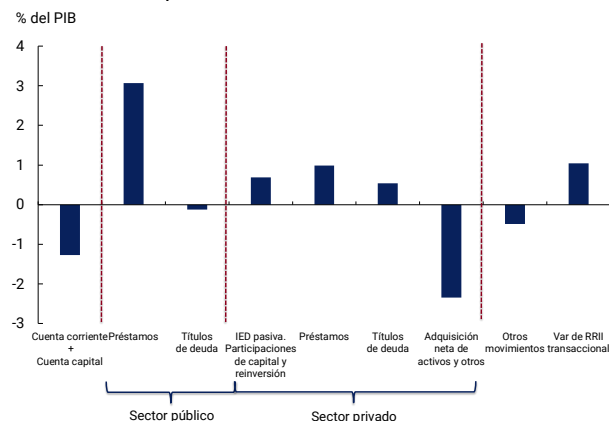


\*Valores estimados. Los valores trimestrales están ajustados por estacionalidad y anualizados.  
Fuente: BCRA e INDEC

**26. En un marco de mayor flexibilidad cambiaria, el aumento de las Reservas Internacionales (RR.II.) del BCRA reflejó el financiamiento neto de organismos internacionales (OO.II.).** Las RR.II. brutas totalizaron USD 41.167 millones el 31 de diciembre de 2025 (+ USD 11.527 millones i.a.). El déficit de cuenta corriente fue más que compensado por los desembolsos netos de OO.II. al Gobierno General, flujos que tuvieron como destino principal el saneamiento de la hoja de balance del BCRA. La cuenta financiera del sector privado registró un leve superávit, destacándose, por un lado, el financiamiento externo vía préstamos de empresas vinculadas y la colocación neta de obligaciones negociables, y, por otro lado, una marcada dolarización de cartera de los hogares en el período previo a las elecciones legislativas (ver Gráfico I.2.12 y Párrafo 48).

<sup>5</sup> Saldo equivalente a 0,5 p.p. del PIB en términos desestacionalizados y anualizados.

**Gráfico I.2.12 | Factores de variación de las RRI en 2025**



Nota: IV-25 estimado. Sector público: Gobierno General y BCRA. Sector privado: Resto  
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

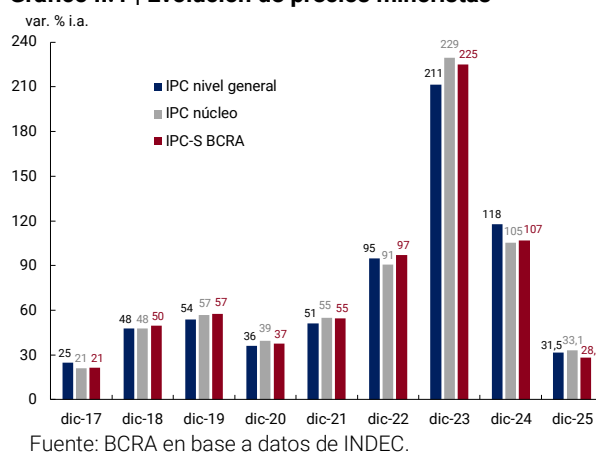
**27. Hacia adelante, el crecimiento de la demanda de dinero y la mejora esperada de las condiciones de financiamiento externo sugieren que el superávit comercial podría traducirse en un aumento de las RR.II.**

Las exportaciones continuarían con su tendencia positiva, impulsadas por una cosecha fina récord y por buenas perspectivas para la cosecha gruesa. En igual sentido contribuirían los envíos de hidrocarburos y minerales, a medida que maduren los proyectos existentes y se agreguen nuevos al amparo del RIGI. Por su parte, las importaciones de bienes acompañarán la expansión económica, bajo elasticidades que se normalizarán hacia parámetros históricos. Los analistas del REM esperan para 2026 un superávit comercial de bienes de USD 10.498 millones, con crecimiento tanto de las exportaciones (5,1 % i.a.) como de las importaciones (5,7 % i.a.).

## II. Precios

**28. En 2025 se verificó la menor tasa de inflación minorista de los últimos 8 años.** El año finalizó con un incremento anual de los precios minoristas de 31,5%, mientras que la categoría Núcleo aumentó 33,1% anual, siendo los valores más bajos desde 2017. Para analizar en profundidad la evolución de los precios de la economía según el contexto macroeconómico, el BCRA descompone los relevamientos de precios realizados por el INDEC y considera medidas de inflación subyacente complementarias a partir de índices como el IPC-S BCRA<sup>6</sup>. Este índice contribuye al análisis y entendimiento del proceso inflacionario subyacente de corto plazo al contemplar menores efectos de factores volátiles o estacionales, mientras que en el mediano/largo plazo su evolución resulta similar a la de las medidas convencionales (ver Apartado 4). Durante 2025 el IPC-S BCRA acumuló un incremento de 28,1% anual (ver Gráfico II.1).

**Gráfico II.1 | Evolución de precios minoristas**



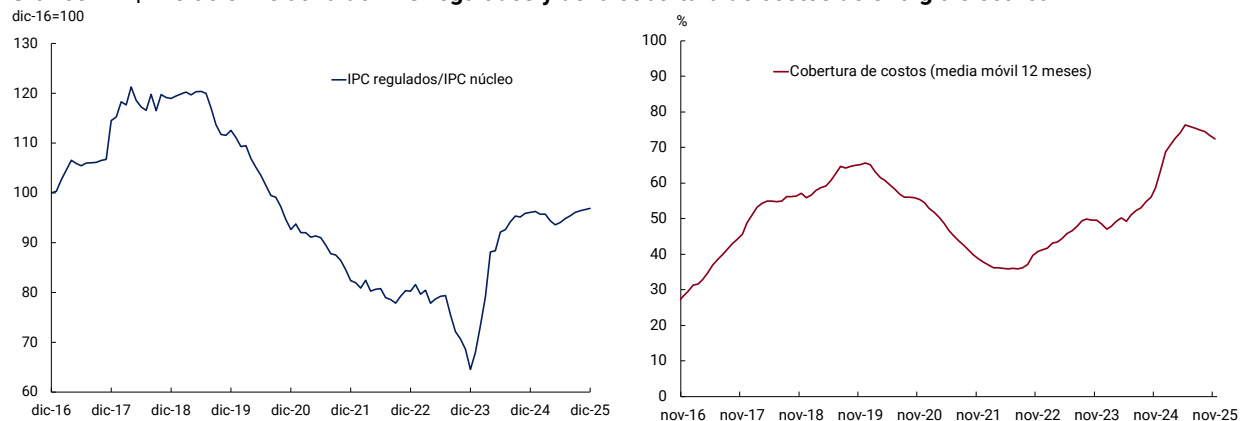
**29. En contraste con episodios pasados, la desinflación del 2025 se logró tras una fuerte corrección de precios relativos.** Esto se ve reflejado tanto en la incorporación de mayor flexibilidad cambiaria como en la decisión del Ejecutivo de no permitir el atraso de los precios regulados evitando su utilización como ancla nominal. En 2025, el IPC Regulados aumentó 34,2%, levemente por encima de la variación del nivel general de precios del período (ver Gráfico II.2). La diferencia con otros períodos en los que se recurrió al retraso sistemático de los precios de los bienes y servicios regulados es notoria: el proceso de desinflación en curso se dio a pesar de la significativa recuperación del nivel de estos precios, comenzada en 2024.

**30. Los ajustes de precios relativos moderan la velocidad a la cual se reduce la inflación general, pero lo hacen cimentando bases más sostenibles en el tiempo.** El reacomodamiento de precios relativos contribuye a la mayor racionalidad de las decisiones de consumo e inversión y, por lo tanto, a la eficiencia en la asignación de recursos en la economía. La recomposición relativa de los precios de los productos regulados se logró mediante una política de desregulación (como en combustibles y medicina prepaga, entre otros), así como por la reducción de subsidios sobre el consumo de servicios públicos (electricidad, gas y agua).

<sup>6</sup> Calculado por el BCRA en base al IPC Núcleo, excluyendo a los agrupados Carnes y derivados y Alquileres y gastos conexos.



**Gráfico II.2 | Evolución relativa del IPC regulados y de la cobertura de costos de energía eléctrica**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, CAMMESA y Secretaría de Energía de la Nación.

**31. También se observa que actualmente continua el proceso de normalización del nivel general de precios (alto) y de su composición relativa (márgenes brutos inicialmente altos comprimiendo con relación a salarios inicialmente bajos).** La aceleración inflacionaria de fines de 2023 juntamente con el uso del tipo de cambio como ancla nominal había alimentado un cuadro de atraso cambiario. Este fenómeno resulta típico en economías en desequilibrio, sin embargo, la composición de los factores contribuyentes al fenómeno resultaba sumamente atípico. En ese momento, el cociente entre los precios mayoristas y los salarios —ratio que sirve como *proxy* de los márgenes brutos empresariales<sup>7</sup>— alcanzó un máximo histórico.

**32. Es decir, a fines de 2023 el problema del nivel de precios no reflejaba “salarios caros en dólares” sino una tendencia de las empresas de incorporar a sus márgenes una prima de riesgo por incertidumbre macroeconómica extrema.** Usualmente los desafíos de competitividad que caracterizan el punto de partida de un programa de estabilización económica están asociados a la situación inversa, es decir, salarios relativamente altos. Sin embargo, en diciembre de 2023 los márgenes brutos —en una economía significativamente cerrada— habían incorporado una prima de riesgo por incertidumbre. Esto reflejaba no sólo incertidumbre sobre los precios futuros de sus insumos sino también sobre los mecanismos del futuro ajuste macroeconómico, sobre la distribución de costos de la futura resolución de la crisis y sobre el tiempo que podía extenderse la inestabilidad y la posibilidad de que se pudiera agudizar la escasez de insumos y productos (ver Gráfico II.3).

<sup>7</sup> Cabe señalar que los márgenes brutos solamente le restan a los precios el componente de costo salarial y no el costo de otros insumos como la energía cuyas tarifas, al igual que los salarios, fueron retrasándose.

**Gráfico II.3 | Cociente entre precios mayoristas y salarios privados**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

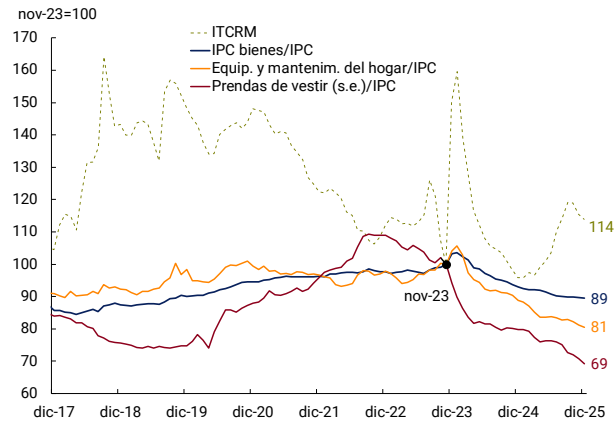
**33. A partir del sinceramiento del tipo de cambio implementado por la gestión entrante del BCRA y de la reducción sistemática del riesgo país el componente principal detrás de la distorsión del nivel de precios (márgenes empresariales brutos) inició un proceso de normalización que continúa hoy en día.** Una situación caracterizada por márgenes altos y salarios bajos acotaba el margen para utilizar la herramienta cambiaria como válvula de ajuste reiterada. Su impacto sobre un nivel de salario inicialmente bajo generaría condiciones sociales muy adversas y su impacto sobre la prima de riesgo reflejada en los márgenes brutos era incierta. De hecho, en una economía donde el dólar aún proveía la unidad de cuenta, los márgenes podrían incrementarse si las características del régimen cambiario generaban expectativas de mayor variabilidad cambiaria. Por lo tanto, el inicio del proceso de normalización (mejora de los salarios con relación a los márgenes brutos empresariales) se explica por la combinación de decisiones de política económica que conformó el nuevo equilibrio general. Entre los factores se destacaron el ajuste fiscal (que, en la primera mitad de 2024, moderó la demanda doméstica), el deslizamiento cambiario adoptado (que, hasta abril 2025, despojó expectativas de maxi-devaluaciones recurrentes) y la reducción de incertidumbre (reflejado en la caída del riesgo país de 1.272 puntos básicos a lo largo de 2024)

**34. Otro factor con incidencia importante en la trayectoria de la inflación fue la reducción del precio relativo de los bienes importados, incluso en un año como el 2025 en el cual se incrementó el tipo de cambio real, a partir de la flexibilización cambiaria.** En esta reducción incidió la mayor apertura económica que reflejó la eliminación del impuesto PAIS, la reducción de aranceles y la simplificación del proceso de importación. La caída fue particularmente significativa en los bienes que conforman los agrupados de Prendas de vestir y calzado y de Equipamiento y mantenimiento del hogar<sup>8</sup>. Durante el año, la inflación en Bienes totales (26,5%) y los incrementos de los agrupados detallados previamente (entre 15% y 19%) fueron significativamente inferiores a la tasa de inflación general, en un año en que el Tipo de Cambio Nominal (TCN) aumentó 41%<sup>9</sup> (ver Gráfico II.4).

<sup>8</sup> Este agrupado está parcialmente compuesto por bienes como electrodomésticos, muebles y ropa de cama, cuya oferta fue favorecida por el proceso de apertura económica.

<sup>9</sup> En marzo de 2025 se verificó un contexto de mayor incertidumbre respecto a las características del nuevo acuerdo con el FMI y sus implicancias cambiarias. El lanzamiento en abril de la Fase 3 del Programa Económico, con el levantamiento de las restricciones de acceso al mercado de cambios para personas humanas y el régimen cambiario de flotación entre bandas, permitió reducir la brecha cambiaria y mantener ancladas las expectativas de inflación del sector privado.

**Gráfico II.4 | Precio relativo de los bienes del IPC**

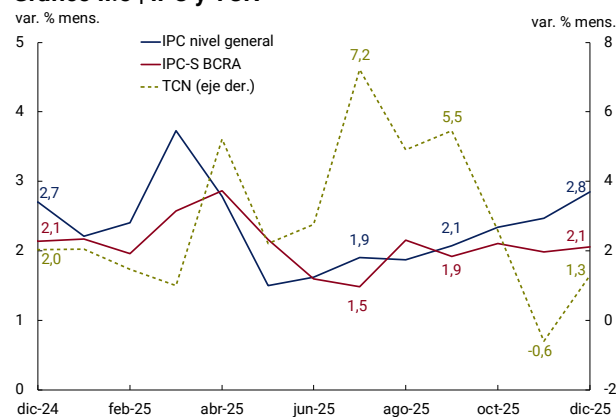


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

**35. El aumento de la incertidumbre asociado al proceso electoral resultó ser otro factor relevante para la coyuntura de precios 2025, sin embargo, tuvo un impacto muy acotado sobre el proceso desinflacionario.**

La caída de la demanda real de dinero que caracterizó el período de incertidumbre canalizó presiones anormales sobre el tipo de cambio nominal. No obstante, se observó que el ajuste del TCN bajo el esquema de bandas móviles fue acompañado de un aumento muy acotado de la inflación entre los meses de julio y septiembre. Mientras el TCN promedió un incremento de 5,9% mensual, la inflación promedio fue de 2,0% mensual (un ritmo similar al del promedio de los tres meses previos a la liberación cambiaria, ver Gráfico II.5). Estos hechos estilizados y el anclaje de expectativas inflacionarias del período (ver Párrafos 40 y 41) fueron resultado del fuerte sesgo contractivo que adoptó la política monetaria frente a la caída de demanda de dinero.

**Gráfico II.5 | IPC y TCN**

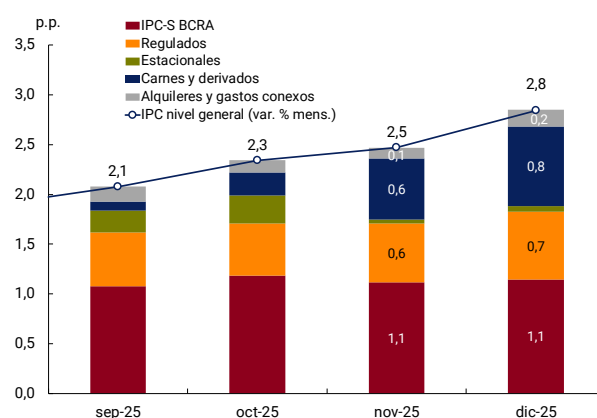


Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

**36. En el último trimestre de 2025, sobresale la contribución a la tasa de inflación mensual del precio de la carne vacuna, que evidenció un incremento significativo, pero no sorprendente, debido a su estacionalidad característica. El agrupado Carnes y derivados del IPC subió 17,3% entre octubre y diciembre de 2025**

(5,5% promedio mensual), debido a factores estacionales<sup>10</sup> que se sumaron a otros factores idiosincráticos del mercado de carne vacuna, tanto a nivel local (menor oferta) como internacional (mayores precios). Dada su elevada ponderación en el IPC, la suba de las carnes se tradujo en un aumento transitorio de la inflación desde 2,1% en septiembre a 2,8% en diciembre<sup>11</sup>. La incidencia del precio de las carnes sobre la inflación no fue compensada por la desaceleración en los componentes Estacionales (reflejando caídas significativas en los precios de las verduras), típicas de los últimos meses del año<sup>12</sup> (ver Gráfico II.6).

**Gráfico II.6 | Contribuciones a la variación mensual del IPC**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

**37. Mientras que la tasa de inflación mensual fue aumentando moderadamente durante los últimos meses del año, la tendencia subyacente aproximada a través del comportamiento del IPC-S mantuvo un ritmo estable en torno al 2% desde agosto a diciembre de 2025.** El IPC-S tiene la virtud de eliminar volatilidad estacional de componentes de la inflación núcleo, como la carne y las expensas (ver Apartado 4). La estabilidad del ritmo del IPC-S se consolidó a pesar de la volatilidad cambiaria verificada en los meses previos a las elecciones legislativas. A ella contribuyeron los esfuerzos del proceso de apertura comercial y la normalización (reducción) de márgenes brutos empresariales en los precios de los bienes (ver Gráficos II.5 y II.6).

**38. Durante el primer trimestre de 2026 la velocidad del proceso de la desinflación enfrenta riesgos, de carácter estacionales y por lo tanto transitorios, e incertidumbre, debido al cambio en la composición de la canasta de IPC INDEC.** Entre los factores de riesgo se puede mencionar: Primero, la estacionalidad del agrupado Carnes y derivados en el período noviembre-marzo que puede afectar la categoría Núcleo del IPC. Un segundo riesgo transitorio lo constituye la corrección prevista en las tarifas residenciales de electricidad y gas por la readecuación del esquema de subsidios, con impacto en la categoría Regulados. Por último, en marzo suelen incidir significativamente los aumentos en el agrupado Educación (Regulados) y en Prendas de vestir (Estacionales), en este último caso asociado al cambio de temporada para la ropa. La magnitud de

10 En los meses cálidos (entre noviembre y marzo) los precios de la carne vacuna suelen evidenciar aumentos significativos luego de sostener subas acotadas en el período previo (abril-octubre). Si bien el primer mes con subas importantes en el agrupado Carnes y derivados suele ser diciembre, en 2025 la suba se verificó en noviembre.

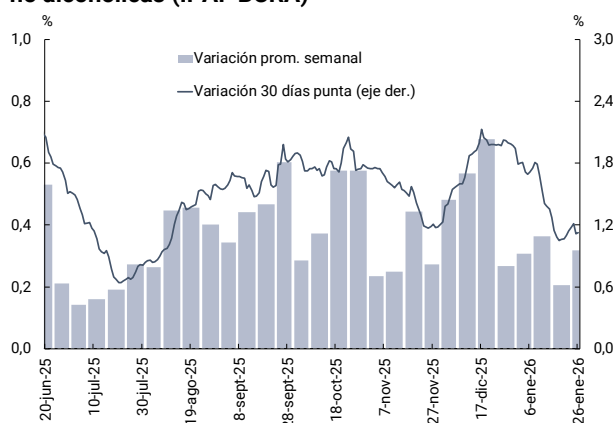
11 Sobre la inflación de diciembre incidió también la marcada suba anual en las expensas (que el IPC incluye en el agrupado Alquileres y gastos conexos), explicada por un típico bono salarial a encargados de edificio. Esta suba del agrupado luego se revierte en enero.

12 Se registraron caídas significativas de las verduras en 7 oportunidades entre los últimos 9 diciembre.

estos impactos transitorios sobre la inflación también se verá afectados por los ponderadores de la canasta de consumo del nuevo IPC anunciado por el INDEC (ver Apartado 3).

**39. Superadas las presiones transitorias e internalizados los cambios metodológicos de la actualización del IPC, se prevé que la inflación profundice su tendencia a la baja.** De hecho, los indicadores de inflación de alta frecuencia ligados al rubro de alimentos y monitoreados por el BCRA<sup>13</sup> ya muestran durante las primeras semanas de enero una moderación de las presiones sobre precios en productos que no están sujetos a factores de estacionalidad (ver Gráfico II.7). Los factores que podrán contribuir a la reducción de la inflación son varios: incluyen la mantención del sesgo contractivo de la política monetaria, la mayor estabilidad cambiaria esperada y una reducción en la inercia inflacionaria (implícita, por ejemplo, en los acuerdos salariales). Estos factores pueden tener especial incidencia sobre la trayectoria de la inflación en el segundo trimestre.

**Gráfico II.7 | Precios de alimentos envasados y bebidas no alcohólicas (IPAF BCRA)**

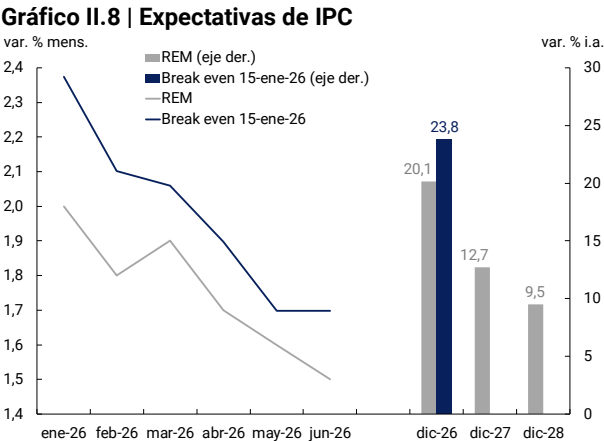


Fuente: BCRA.

**40. Resulta importante observar que la moderación de la inflación esperada por el BCRA constituye una perspectiva compartida por los analistas económicos que participan del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) del BCRA.** Según la encuesta de fines de diciembre de 2025, la mediana del relevamiento sugiere que los analistas esperan que la inflación continuará bajando hasta un nivel en torno al 20% i.a. en diciembre de 2026, es decir, una reducción de 11,4 p.p. con respecto a la inflación de diciembre 2025. Una trayectoria similar se puede observar en la inflación implícita o de arbitraje en las cotizaciones de los activos financieros domésticos (inflación *break-even*).

13 El BCRA realiza complementariamente un seguimiento de alta frecuencia de precios minoristas. Como parte del sistema de monitoreo construye un índice a partir del relevamiento automático de precios en páginas Web (*web scraping*). Este proceso es reforzado con información de precios complementaria. Dicho índice de precios de alta frecuencia (IPAF- BCRA) se obtiene mediante un algoritmo que pondera los precios, imputa los faltantes y controla la volatilidad de las series debida al tamaño de muestra. Este relevamiento no es de ningún modo sustituto de las mediciones oficiales de precios realizadas por el INDEC con frecuencia mensual.

**41. Bajo el régimen de control de la cantidad de dinero, y a diferencia de los bancos centrales que operan un esquema de metas de inflación, el BCRA no explicita una meta de inflación.** Sin embargo, el BCRA sí ha hecho explícito su objetivo de que la inflación converja a la inflación internacional y procura mantener ancladas las expectativas en torno al proceso de desinflación en curso. Cabe notar que la credibilidad en el programa económico ha permitido sostener la confianza del sector privado en la continuidad del proceso de desinflación más allá del 2026. Para 2027 la mediana del REM sitúa las expectativas de la inflación interanual en 12,7% (ver Gráfico II.8).



Fuente: BCRA en base a datos de REM-BCRA (Dic-25) y Bloomberg.

### III. Política Monetaria

**42. Desde el comienzo de la gestión, iniciada en diciembre de 2023, las autoridades del BCRA han orientado sus acciones a la persecución de su mandato principal: la estabilidad económica.** Esto se ha reflejado tanto en el inicio del proceso de desinflación, a través de ajustes macroeconómicos significativos, como en el sostenimiento de ese proceso en un entorno nacional e internacional sumamente cambiante. A partir de los avances logrados en este objetivo prioritario, el BCRA también ha trabajado para contribuir a ampliar el horizonte de estabilidad financiera y sentar las bases para un crecimiento económico sostenido. Esto requirió esfuerzos normativos y económicos adicionales, orientados a ampliar las herramientas de política monetaria y cambiaria disponibles. Fue necesario también adecuar rápidamente la estrategia operativa con el fin de mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria en el corto plazo ante los desafíos de la coyuntura.

**43. Inicialmente, los esfuerzos de la política monetaria estuvieron dirigidos a proveer una respuesta rápida frente al inminente riesgo hiperinflacionario que enfrentó la nueva administración al momento de asumir.** La caída sistemática de la demanda de dinero durante varios años evidenciaba la gravedad de la crisis heredada y su potencial desenlace disruptivo (ver Recuadro III.1). Ante este desafío, el BCRA dejó de emitir pasivos remunerados a plazo (LELIQ), redujo sistemáticamente la tasa de política monetaria sobre los pasivos remunerados (pases), restringió el financiamiento directo al fisco (adelantos transitorios, letras intransferibles) y adoptó medidas de liberalización y estabilización de los mercados. Estas acciones buscaron orientar la política monetaria hacia un esquema creíble basado en el control estricto de la cantidad de dinero, donde las decisiones de política monetaria resultaran, en todo momento, consistentes con el equilibrio macroeconómico general.

#### III.1. Perfeccionamiento del régimen de control de la cantidad de dinero

**44. El cambio determinante introducido en la política fiscal, acompañado por la secuencia de decisiones de política monetaria y cambiaria, permitieron eliminar los desequilibrios macroeconómicos heredados y consolidar un proceso de desinflación sostenible, basado en un régimen monetario robusto.** A medida que se reducía el desequilibrio de oferta monetaria, el BCRA aprovechó la oportunidad para fortalecer el marco monetario basado en el estricto control de la cantidad de dinero. Con ese fin, durante 2025 se introdujo mayor flexibilidad tanto en el mercado cambiario como en el mercado de tasas de interés domésticas.

**45. Incrementar el control sobre la cantidad de dinero requería reducir el control del BCRA sobre otras variables nominales (el tipo de cambio y la tasa de interés), objetivo que se alcanzó a lo largo del 2025.** El BCRA comenzó por avanzar en disminuir el rol del tipo de cambio como ancla nominal, para lo cual se implementó un esquema de bandas cambiarias en abril de 2025 (ajustadas posteriormente en diciembre de 2025; ver Gráfico III.1.1). A continuación, el BCRA eliminó la tasa de política monetaria, propia de un régimen de metas de inflación. Esta decisión permitió al BCRA retomar el control de la cantidad de dinero y delegar al mercado la determinación endógena de la tasa de interés. Este reacomodamiento del régimen se instrumentó mediante el cierre de la ventana automática de colocación de excedentes de liquidez bancaria (LEFI) a partir de julio de 2025 (ver Gráfico III.1.2). En su lugar, el BCRA pasó a conducir su estrategia operativa a través de instrumentos de mercado (repos, operaciones simultáneas, operaciones de mercado abierto) para lograr el equilibrio entre oferta y demanda de dinero, sin determinar una tasa de interés objetivo.

### Recuadro III.1. Riesgo de hiperinflación: Evidencia a fin del 2023 y desactivación en 2024

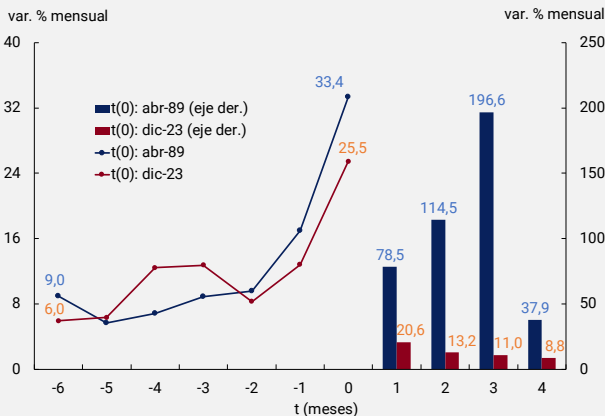
A fines de 2023, al asumir la actual gestión del BCRA, la Argentina se encontraba en una situación de extrema inestabilidad económica. Abundaban señales al respecto, como el desabastecimiento de distintos bienes, la creciente dispersión de precios para un mismo bien y el acortamiento del plazo de contratos laborales. Una de las manifestaciones más notorias de la extrema fragilidad coyuntural era la propia tasa de inflación. Pese al contexto de fuertes controles cambiarios y la existencia de numerosos precios reprimidos, los aumentos del nivel general de precios habían acelerado del entorno de 6% mensual en junio y julio de 2023 a un promedio de 12% mensual entre agosto y noviembre.

El sinceramiento del tipo de cambio en diciembre de 2023 y el inicio del proceso de normalización de las tarifas de servicios públicos expuso que la estrategia cortoplacista elegida por la gestión saliente (de mantener precios reprimidos y postergar la corrección de los desequilibrios macroeconómicos) escondía una tendencia inflacionaria explosiva.

Esa dinámica sólo pudo ser desactivada a principios del 2024 por la implementación de un programa de estabilización orientado a reestablecer de inmediato el equilibrio general de la economía. El mismo requirió la resolución de un excedente monetario ("*peso overhang*") y de un faltante cambiario ("*dollar underhang*") inédito, eludiendo opciones que implicaban la alteración de contratos y de derechos de propiedad (como la restructuración de deuda o el congelamiento de depósitos). El recuadro destaca y cuantifica las múltiples manifestaciones de la dinámica hiperinflacionaria que amenazaba la economía argentina a fines de 2023 y que fue desactivada en el 2024.

En diciembre de 2023 la trayectoria del IPC alcanzó un pico de 25,5% mensual y, en paralelo, la inflación mayorista (IPIM) corría a un ritmo de 54,0% mensual. A esa velocidad la inflación pierde la característica de un fenómeno estacionario. Se observa que la aceleración misma de la inflación de fines de 2023 recorrería una senda que históricamente ha desembocado en procesos hiperinflacionarios (ver Gráfico 1).

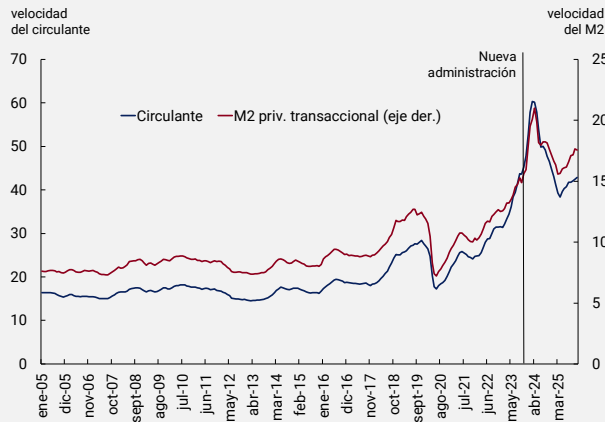
Gráfico 1 | IPC mensual



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Otra manera de identificar el grado de avance de un proceso hacia la hiperinflación consiste en monitorear la evolución de la velocidad de circulación del dinero (ver Gráfico 2). Considerando el circulante y el M2, esta velocidad (que mantenía una estabilidad histórica en torno a 16 y 8, respectivamente) aumentó a 48 y 16, a fin de 2023. Ese aumento refleja la tendencia de los tenedores de pesos (personas o empresas) de "huir de la moneda"; es decir, minimizar la tenencia de saldos monetarios (sujetos al impuesto inflacionario) favoreciendo la adquisición de bienes para el consumo o para acumular inventarios reales.

Gráfico 2 | Velocidad de circulación del dinero



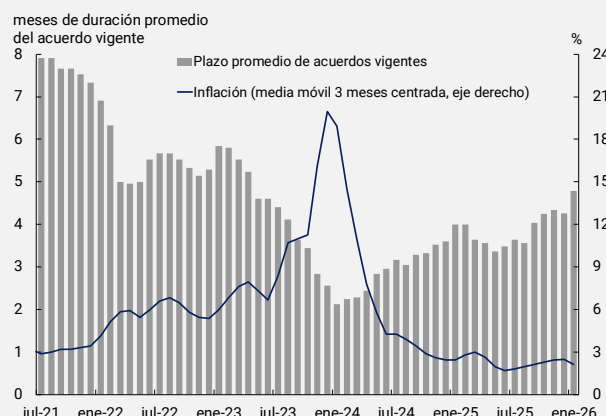
Fuente: BCRA e INDEC.



Cabe notar que durante el período estudiado prevalecieron fuertes controles cambiarios *de jure* (que afectaban mayormente a los individuos) y *de facto* (que afectaban particularmente a las empresas importadoras). Por eso, ante la falta de acceso a moneda extranjera en el mercado oficial (MLC), la “huida del peso” hacia la moneda de reserva (dólar) como alternativa es observable en la trayectoria del tipo de cambio en el mercado paralelo. La brecha cambiaria de fines de 2023 superaba la observada en períodos precedentes bajo controles de cambios y con dinámicas no estacionarias de alta inflación (en la década de los ochenta).

El mercado laboral también acusó impacto de la espiral inflacionaria. A medida que se aceleraba la tasa de inflación, se observaba un acortamiento drástico de los plazos a los que se acordaban los reajustes salariales de los principales gremios (ver Gráfico 3).

**Gráfico 3 | Plazo promedio de contratos salariales e inflación**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, IDECBA e información gremial.

Una manera indirecta de medir el riesgo hiperinflacionario de fines de 2023 consiste en observar la evolución histórica del balance del BCRA y el grado de debilidad que presenta cuando ve agotadas sus herramientas de esterilización por vía monetaria y cambiaria<sup>14</sup>. Esa fragilidad anticipa la cercanía del momento en el cual la capacidad objetiva del banco

14 Ver “[Argentina: Un caso de fase terminal de dominancia fiscal sobre la política monetaria \(en proceso de reversión\)](#)”, presentación de Vladimir Werning en las Jornadas Monetarias y Bancarias del BCRA, 15 de octubre 2024.

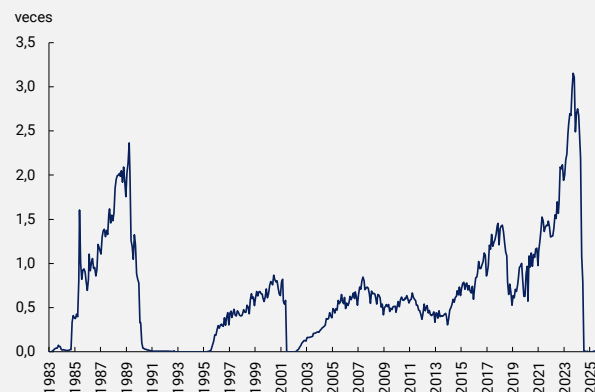
central para contener el proceso hiperinflacionario termina por agostarse.

Una primera aproximación a este análisis pone el foco en los pasivos del BCRA y su relación con la dinámica inflacionaria. Resulta que, tanto a fines de 2023 como también a fines de la década del ochenta, persistía un elevado déficit fiscal mayormente financiado con emisión monetaria. En ambos casos, el BCRA esterilizaba el grueso de los excedentes monetarios colocando pasivos remunerados a los bancos a tasas de interés crecientes.

En este contexto, la esterilización creciente torna endógena la cantidad de dinero e impulsa expectativas de un mayor ritmo de emisión y tasa de inflación a futuro (notar que la tasa interés sobre pasivos remunerados en diciembre 2023 llegó a 300% TEA, equivalente a pagos de interés anualizados de 8 veces la base monetaria existente).

Para capturar este riesgo se puede calcular el stock de pasivos remunerados (principalmente pasivos y LELIQ) sobre el stock demandado de pasivos (base monetaria). Se observa que el nivel máximo del ratio de pasivos del BCRA para fines de 2023 (3,2 en septiembre de 2023) era mayor que el máximo del ratio observado al momento de desatarse la hiperinflación a fines de los ochenta (2,4 en marzo de 1989; ver Gráfico 4).

**Gráfico 4 | Ratio de pasivos remunerados sobre base monetaria**

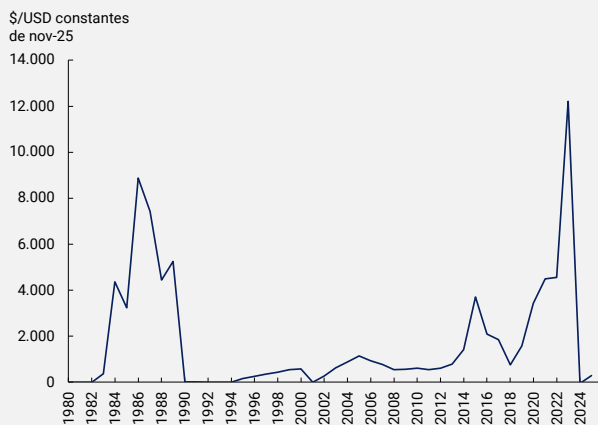


Fuente: BCRA.

El mismo análisis se puede complementar calculando el ratio de los pasivos remunerados con relación a los activos líquidos en moneda extranjera del BCRA. Este ratio resulta apropiado para economías abiertas (sin moneda de reserva) donde los desequilibrios monetarios esterilizados suelen terminar por licuarse a través de una devaluación cambiaria. De tal manera, el incremento de pasivos remunerados con relación al deterioro de la posición de liquidez del BCRA en moneda extranjera impulsa las expectativas de devaluación, desatando la aceleración inflacionaria. Nuevamente, se observa que el cálculo de este ratio para fines de 2023 excedía el valor correspondiente al de fines de la década de los ochenta (ver Gráfico 5).

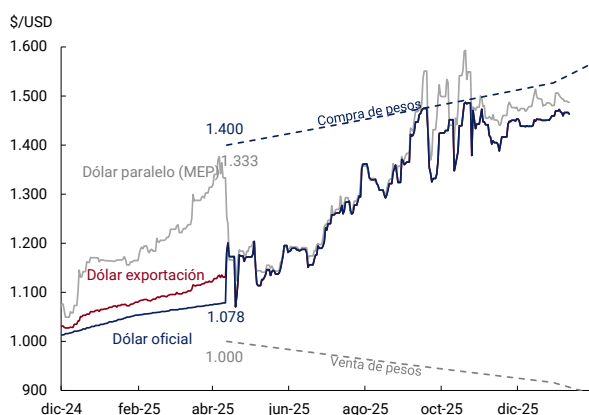
En resumen, a fines de 2023 la aceleración de la tasa de inflación, el aumento de la velocidad de circulación del dinero, y la escalada del monto de los pasivos remunerados del BCRA (con relación a los pasivos no remunerados y con relación a los activos líquidos en moneda extranjera) daban cuenta de una situación de extrema fragilidad monetaria. En todos los casos, esa fragilidad era similar o peor que la situación observada a fines de los 80s, cuando efectivamente se desataron los procesos de hiperinflación que sufrió Argentina.

**Gráfico 5 | Ratio de pasivos remunerados sobre reservas internacionales líquidas**



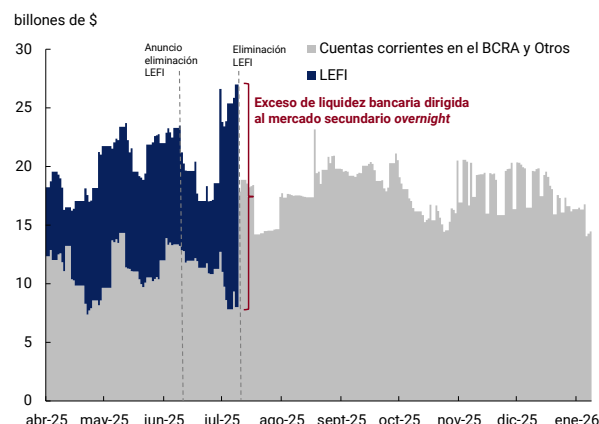
Nota: las reservas líquidas corresponden a las reservas brutas menos las tenencias de oro y DEG y la parte denominada en yuanes del *swap* con China.  
Fuente: BCRA.

**Gráfico III.1.1 | Tipo de cambio y bandas cambiarias**



Fuente: BCRA.

**Gráfico III.1.2 | Liquidez del sistema bancario en el BCRA**



**46. En su conjunto, estas medidas incrementaron la consistencia interna del régimen de control de agregados monetarios.** A partir de la flexibilización del tipo de cambio y de la tasa de interés, la cantidad de dinero pasó a constituir el ancla nominal principal de la economía. Desde 2002, Argentina ha atravesado tres experiencias de política monetaria basadas en el control de los agregados monetarios. El contexto, el diseño, y el resultado de cada una de esas experiencias han variado (ver Recuadro III.1.1). Cabe señalar que el contexto macroeconómico actual (recuperación pos-crisis y remonetización de la economía) se asemeja al contexto que atravesó la primera gestión (2003-2004), y que resultó ser la única experiencia exitosa de las tres, medida por la efectividad en el control de la tasa de inflación.

**47. El avance en la consolidación del régimen monetario quedó en un segundo plano debido a la volatilidad financiera originada por el aumento de la percepción de riesgo político y electoral que predominó en 2025.** A pesar del sólido progreso en la estabilización económica y el perfeccionamiento del régimen monetario, en 2025 el BCRA enfrentó un nuevo episodio de estrés coyuntural de magnitud. Este *shock* se originó en la incertidumbre del período electoral legislativo, impulsó la dolarización de carteras y volvió a provocar una caída significativa en la demanda de dinero.

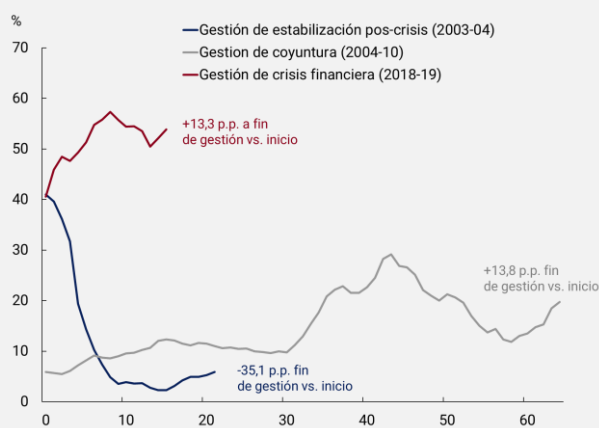
## III.2. Evento de estrés electoral y la respuesta de política monetaria.

**48. Durante los meses previos a las elecciones legislativas de medio término, la elevada incertidumbre impulsó un proceso de dolarización de carteras por parte de los agentes económicos.** Si bien este fenómeno no es atípico en años electorales, su magnitud en 2025 fue excepcional (ver Recuadro III.2.1). Ante la intensa caída de la demanda real de dinero, el BCRA recurrió a múltiples herramientas para endurecer su política monetaria. El BCRA acompañó la marcada preferencia del sector privado por dolarizar sus activos frente a la incertidumbre electoral, restringiendo rápidamente la oferta monetaria y ofreciendo liquidez en los mercados de cobertura cambiaria. Como resultado del endurecimiento monetario, las tasas de interés de corto plazo determinadas endógenamente alcanzaron niveles máximos hacia mediados de octubre. En un contexto de alta volatilidad, la tasa de repo entre entidades financieras llegó a un pico de 157% n.a. y la de adelantos a empresas superó el 190% n.a.

### Recuadro III.1.1. Régimen de agregados monetarios: Precedentes en Argentina y resultados

En la fase vigente del programa monetario se ha adoptado un esquema que prioriza el control de los agregados monetarios. En la historia reciente de Argentina se identifican tres períodos en los cuales se aplicaron esquemas de gestión de agregados monetarios: entre 2003 y 2004; luego, con algunos cambios, entre 2004 y 2010; y, finalmente, entre 2018 y 2019. Los resultados en materia de inflación fueron dispares (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1 | Evolución de la inflación interanual**  
Diferentes regímenes de agregados monetarios



Nota: Se considera Serie del IPC (dic-16=100) de INDEC desde ene-17 empalmada entre may-16 y dic-16 con el IPC GBA (dic-15=100) de INDEC, entre jul-12 y abr-16 IPC con el IPCBA (jul-11/jun-12=100), entre ene-07 y jun-12 con el IPC de San Luis (2003=100) y para períodos anteriores con el IPC GBA (1999=100) de INDEC. El período base de la serie es el del IPC (dic-16=100) de INDEC.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC, Dirección de estadísticas y Censos de San Luis y el Instituto de Estadísticas y Censos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

En el presente recuadro se repasan el contexto de cada gestión, las características salientes del régimen adoptado y los resultados de cada precedente.

#### Régimen de agregados orientado a la gestión de estabilización y remonetización (2003-2004):

Tras la salida de la crisis económica de comienzos de los 2000 y en el marco de un programa con el FMI, la conducción del BCRA en 2003-2004 eligió la base mo-

netaria amplia<sup>15</sup> (M0) como ancla operativa del régimen monetario y una política cambiaria de flotación administrada. Este período fue caracterizado por un importante superávit primario del Tesoro, sostenido en base a un aumento de impuestos a las exportaciones y la cesación de pagos de la deuda externa. Esta etapa se caracterizó por esfuerzos orientados a profundizar la estabilización y promover la remonetización. Un desafío inusual que debió enfrentar esta gestión del BCRA fue la unificación monetaria (que requería el retiro de las cuasi monedas emitidas por provincias durante la crisis previa).

A lo largo del período 2003-2004 el BCRA intervino prácticamente a diario para adquirir reservas en el mercado de cambios. Esto ocurrió en un marco de abundante oferta de divisas, como consecuencia del significativo superávit en cuenta corriente, con el objetivo de evitar una rápida apreciación del peso. A lo largo del período, las compras de divisas totalizaron USD 10.730 millones y sustentaron un incremento de reservas de USD 7.638 millones.

El programa monetario definía bandas trimestrales para la oferta primaria de dinero, con un horizonte de 12 meses. Ese esquema, concebido como preludio de un marco institucional más formal, se articuló en torno a una programación monetaria compatible con un rango objetivo de inflación explícito contemplado en el acuerdo con el FMI.

A lo largo de los seis trimestres que duró el régimen, esta programación fue monitoreada trimestralmente en el marco de las revisiones del acuerdo con el FMI. Sin embargo, en dos ocasiones se ajustó el agregado objetivo para evaluar el cumplimiento del programa monetario, lo que implica cierta flexibilidad en el diseño y pragmatismo en la ejecución.

Por ejemplo, durante el primer trimestre de 2004, existió un desfasaje entre pagos y desembolsos con instituciones financieras internacionales, por lo cual se

<sup>15</sup> Incluía cuasimonedas (emitidas por provincias) en circulación.

registró una contracción importante de la base monetaria amplia. Frente a este imprevisto, el BCRA optó por tomar como objetivo la base monetaria amplia ajustada por este desfase. Asimismo, a partir de mayo de 2004, ante el incremento en los saldos de pasivos pasivos del BCRA, se utilizó como objetivo para evaluar el cumplimiento del programa monetario a la base monetaria amplia neta de pasivos pasivos.

A lo largo del programa, la principal herramienta utilizada para llevar a cabo las operaciones de regulación monetaria fueron las LEBAC (Letras del Banco Central), que cargaron con el peso de contrarrestar la expansión monetaria producto de las compras de divisas. Así, las LEBAC pasaron de representar 9,7% de la base monetaria amplia a principios de 2004 a 28,3% de la base monetaria amplia a fines de 2004. Adicionalmente, desde mediados de 2004 se comenzó a operar con pasivos pasivos, que a fin de 2004 ya representaban otro 10% de la base monetaria amplia.

En un contexto de crecimiento de la demanda de dinero y disciplina fiscal, bajo este régimen de control de M0 la inflación se redujo fuertemente: desde 41,0% a 5,9% a lo largo de dos años.

### **Régimen de agregados orientado a la gestión de coyuntura (2004-2010):**

Durante este ciclo el BCRA tomó la decisión de migrar el objetivo monetario del M0 al M2, en medio de un ciclo monetario marcado por la recuperación del crédito, la expansión de los medios de pago y el inicio de un proceso de deterioro fiscal. Esta decisión se tomó a partir de la convicción de que el dinamismo del crédito elevaba los multiplicadores y que M2 podría resumir mejor que el M0 la información relevante sobre el comportamiento del gasto agregado para la conducción monetaria.

Se definió un rango objetivo trimestral y anual para M2, consistente con un objetivo (no comunicado al público) de inflación de mediano plazo; se explicitó la incertidumbre en torno a los determinantes de la demanda de dinero y se amplió la utilización de instrumentos de tasa de interés de corto plazo. La gestión se basó en la premisa de que la estabilidad de precios

requiere ajustar el comportamiento de la oferta al de la demanda de dinero, pero con flexibilidad en el uso de instrumentos monetarios complementarios, considerando que cada período podía requerir una estrategia específica.

Durante este período la coyuntura fue impactada por dos acontecimientos inusuales. A nivel local, en 2007 el INDEC fue intervenido por el Poder Ejecutivo y se produjo un deterioro marcado en la calidad de las estadísticas públicas, incluyendo la inflación. A nivel internacional entre 2007 y 2008 se desencadenó la gran crisis financiera (GFC, por sus siglas en inglés), con epicentro en el mercado de hipotecas de EE. UU. pero con repercusiones globales.

También resulta importante mencionar que, durante la vigencia de aquel régimen monetario y a costa de un deterioro de la liquidez y la rentabilidad del activo del BCRA, Argentina precanceló su deuda con el FMI. Sin embargo, ante un creciente deterioro de la situación fiscal y términos de intercambio muy favorables, la fuerte monetización derivada de la política de compra de reservas por parte del BCRA resultó incompatible con el incipiente deterioro que mostraba la demanda de dinero.

Al igual que durante el régimen anterior, entre septiembre de 2004 y principios de 2010, la acumulación de reservas internacionales fue sostenida, impulsada por el superávit de cuenta corriente. Las compras sistemáticas de divisas por parte del BCRA dieron lugar a un incremento de las reservas internacionales de USD 29.900 millones entre septiembre de 2004 y principios de 2010.

Este proceso generó una expansión monetaria que fue parcialmente contrarrestada mediante una esterilización activa con instrumentos remunerados, principalmente LEBAC (y en menor medida pasivos pasivos). El stock de LEBAC creció de forma significativa para absorber excedentes monetarios y evitar aún mayores presiones inflacionarias. A principios de 2010, las LEBAC ya representaban poco más de 38% de la base monetaria.

Las inconsistencias mencionadas condujeron a erosionar el rol de ancla nominal del régimen de control de M2, por lo que la inflación se triplicó a lo largo de seis años de gestión (pasando de 5,9% a 19,7%).

### **Régimen de agregados orientado a la gestión de crisis (2018-2019):**

En un contexto muy distinto a los dos precedentes mencionados, caracterizado por una crisis cambiaria y de deuda soberana, en 2018 se inauguró un esquema de control de agregados monetarios. Fue en el marco de un nuevo programa con el FMI, que estuvo vigente desde septiembre de 2018 hasta fines de 2019. Su implementación fue una respuesta a la pérdida de credibilidad del esquema de metas de inflación vigente. El nuevo régimen de agregados estableció un estricto e inmediato control —crecimiento nominal cero— de la base monetaria (M0) ajustada por estacionalidad. En lo cambiario, el esquema se complementaba con zonas de no intervención que se ajustaban diariamente a una tasa predeterminada.

El régimen monetario buscó recuperar el manejo monetario en medio de una severa crisis de confianza. Se apeló al control directo de M0, principalmente a través de operaciones con pasivos remunerados del BCRA, y a la flexibilidad cambiaria acotada, con el propósito de recuperar un ancla nominal simple y verificable.

Sin embargo, el régimen no pudo cumplir su propósito. En los meses finales del esquema —en un entorno agravado por la incertidumbre política y un colapso de los precios de todos los activos financieros argentinos— el BCRA recurrió a la reimposición de controles cambiarios. La volatilidad del tipo de cambio y la acumulación de pasivos remunerados evidenciaron que un ancla de dinero primario puede resultar insuficiente cuando la demanda de dinero se deteriora abruptamente y el canal cambiario pasa a dominar, por sobre el canal de tasas de interés, las expectativas inflacionarias. Pese al ajuste inmediato y abrupto al M0 propuesto bajo este régimen, la inflación subió de 40,5% a 53,8% a lo largo de un año.

### **Reflexiones finales**

El perfeccionamiento del esquema de control estricto de agregados monetarios anunciado a fines de 2025 aspira a consolidar la flexibilidad de tasas y del tipo de cambio dentro de bandas. Así, dentro de las bandas cambiarias, el BCRA define un ancla nominal única, apoyada en las estimaciones de la trayectoria probabilística de los agregados monetarios. Se refuerza la comunicación mediante la publicación trimestral de las estimaciones y análisis de incertidumbre en el Informe de Política Monetaria (IPOM).

Las tres experiencias de administración de un régimen basado en el control de agregados monetarios resumidas en este recuadro sirven para motivar algunas reflexiones: una de ellas de carácter contextual y otra de carácter técnica. Ambas reflexiones ofrecen elementos para evaluar las perspectivas del régimen vigente.

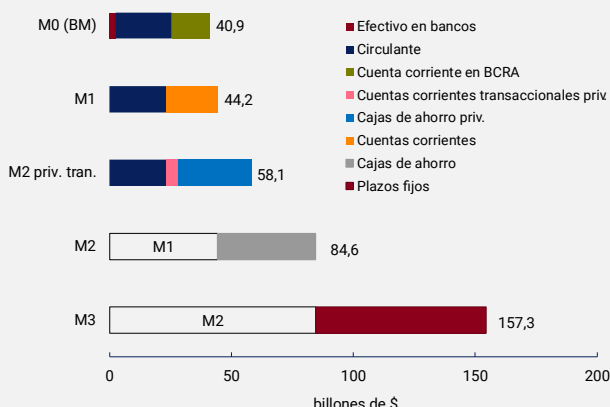
Primero, en cuanto al contexto macroeconómico, cabe destacar que el régimen monetario vigente opera en un marco de estabilización poscrisis y remonetización. Este contexto se asemeja al que prevalecía en la única gestión de control de la cantidad de dinero en Argentina que obtuvo resultados exitosos (considerando la evolución de la inflación, el mandato principal del BCRA): la gestión correspondiente al período 2003-2004. Adicionalmente, se destaca que a diferencia de las experiencias de 2004-2010 y de 2018-2019, en la actualidad las condiciones del equilibrio general macroeconómico doméstico aportan mayor consistencia y resiliencia al régimen monetario.

Segundo, y a nivel técnico, se desprende la existencia de un *trade-off* importante en torno a la elección del objetivo entre agregados monetarios alternativos. Los agregados primarios, como la base monetaria (M0), ofrecen un grado de control operativo relativamente mayor que otros agregados más amplios. El M0 depende directamente del balance de la autoridad monetaria y de herramientas a su disposición como encajes, repos y operaciones de mercado abierto. Adicionalmente, el M0 también aporta mayor sencillez como objetivo comunicable al público (ver Gráfico 2).

Sin embargo, la correlación del M0 con la inflación de mediano plazo es menor que la de agregados monetarios más amplios —como M2 o M3<sup>16</sup>—. Por lo tanto, la capacidad de M0 para anclar expectativas presenta debilidades cuando el sistema financiero se expande y la velocidad del dinero cambia por innovaciones o por *shocks*. A su vez, los agregados amplios —como M2 o M3— muestran una relación más estable con los precios y con el ingreso nominal, lo que mejora la calidad econométrica de un ancla basada en las estimaciones de estos agregados. El *trade-off* se manifiesta en que la influencia operativa del Banco Central sobre la trayectoria de M2 o M3 es menos directa debido a la intermediación bancaria.

## Gráfico 2 | Composición de los agregados monetarios en Argentina

Diciembre de 2025 – promedio en billones de pesos



Frente al *trade-off* mencionado, el régimen actual plantea una estrategia híbrida: Por un lado, se reconoce la utilidad y sencillez de los agregados primarios, como M0, para la comunicación de los objetivos de BCRA. A su vez, se reconoce la virtud de los agregados amplios para la elaboración de los objetivos de la programación monetaria. La traducción de las estimaciones de agregados amplios (M2) obtenidas de la programación monetaria a objetivos de agregados primarios (M0) para la comunicación del BCRA apunta a administrar mejor este *trade-off* que en experiencias pasadas. La selección de M2 transaccional privado como métrica intermedia a

doce meses, está basada en su mejor ajuste econométrico y su capacidad para estimar la demanda real por medios de pago relevantes para la actividad económica (ver Apartado técnico 5).

Asimismo, la elección entre agregados totales —que incluyen depósitos privados y públicos— y agregados que solamente incluyen al sector privado añade una dimensión adicional. La inclusión del sector público puede distorsionar la señal del ancla con movimientos de cuentas oficiales que no guardan relación directa con ventas, ingresos y producción del sector privado. Por ello, el esquema vigente excluye las cuentas del sector público y los componentes híbridos remunerados al definir el M2 transaccional privado como métrica principal. Así, se alinea el agregado con los determinantes macro observables que sirven para estimar la trayectoria de equilibrio de la demanda real de dinero.

16 Friedman, M., & Schwartz, A. J. (1963). A Monetary History of the United States, 1867–1960. Princeton, NJ: Princeton University Press. Friedman, M. (1969). The Optimum Quantity of Money and Other Essays. Chicago, IL: Aldine Publishing Company.

McCandless, G. T., Jr., & Weber, W. E. (1995). Some monetary facts. Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 19(3), 2–12.



### Recuadro III.2.1. Dolarización electoral y desafío monetario: La relación inversa entre la aversión al riesgo y la demanda de dinero en una economía bi-monetaria

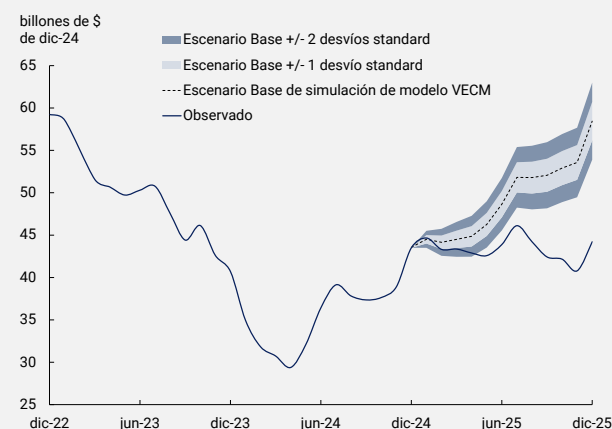
La corrección de los desequilibrios macroeconómicos está permitiendo que la economía recorra un camino de transición desde un régimen de alta inflación hacia otro de baja inflación. A partir de un nuevo equilibrio monetario, ese proceso de transición suele ser acompañado por un aumento en el grado de monetización de la economía (ver Capítulo 3). Sin embargo, shocks económicos, financieros o políticos —inesperados o de magnitud significativa— pueden demorar o revertir temporalmente ese proceso, como ocurrió en la antesala de las elecciones legislativas argentinas de 2025.

En economías estables, los shocks adversos suelen impulsar la venta de activos de riesgo y, en consecuencia, un aumento transitorio de la demanda de dinero (reflejado en el uso de la frase “*cash is king*” durante períodos de incertidumbre). Pero en economías con historial de alta inflación y devaluaciones recurrentes —como la Argentina— la rotación de portafolios desde activos de riesgo hacia activos libres de riesgo implica, por lo contrario, una caída transitoria de la demanda de dinero. Esa caída es la contracara de un aumento en la demanda de moneda extranjera. En definitiva, el aumento de cobertura cambiaria en respuesta a un incremento de la aversión al riesgo sugiere que la consigna no convencional “*dollar is king*” es más apropiada en países como Argentina que la consigna convencional “*cash is king*”.

El período preelectoral de 2025 estuvo marcado por un aumento significativo de la incertidumbre política, que impulsó un proceso de sustitución de moneda local por moneda de reserva. El carácter binario del resultado electoral, junto con la expectativa creciente de un posible “cisne negro” financiero ante un escenario adverso, generó un impacto inusualmente severo sobre la demanda de dinero. La magnitud de ese impacto puede observarse en el desvío de los agregados monetarios (*ex post*) respecto de las estimaciones de demanda de dinero (*ex ante*) que no

incorporaban al modelo un *shock* electoral (ver Gráfico 1). Dichas estimaciones corresponden al escenario base derivado de la programación monetaria del BCRA, basada en modelos VECM (ver Recuadro III.4.1.1). El aumento de la demanda por atesoramiento y de cobertura en moneda extranjera por parte del sector privado ofrece una medida proxy de

**Gráfico 1 | M2 privado transaccional a precios constantes**



Fuente: BCRA.

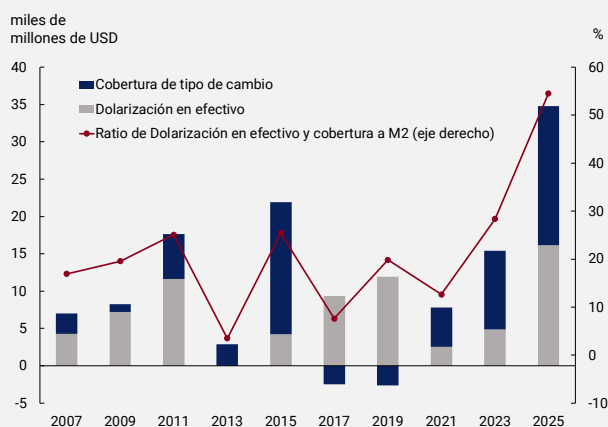
la caída de la demanda de dinero en alta frecuencia. El cálculo de esta métrica permite monitorear el grado de dolarización y administrar con mayor eficiencia la política monetaria.

Para construir esta métrica, el BCRA suma dos componentes principales. El primero representa la dolarización en efectivo, tanto dentro como fuera del sistema bancario: incluye la compra de billetes y divisas para formación de activos externos y el traspaso de depósitos en pesos hacia depósitos en dólares. Para esta variable de flujo se considera el valor acumulado de los seis meses previos a la elección. El segundo mide el stock de cobertura cambiaria tomada en el sistema financiero: posiciones en futuros (ROFEX y A3), títulos duales y títulos *dollar-linked*. El grado de dolarización, medido con esta métrica, ha mostrado un incremento sistemático en años electorales. Esto responde a la recurrencia con la que distintos gobiernos han relajado la política fiscal y monetaria previo a



los comicios, seguida de un ajuste cambiario correctivo posterior. En las elecciones legislativas de 2025, el grado de dolarización —alrededor de USD 35.000 millones— superó todos los registros previos. Esa ad-

**Gráfico 2 | Dolarización: Medida proxy en alta frecuencia de la caída de la demanda de dinero acumulada (años electorales)**

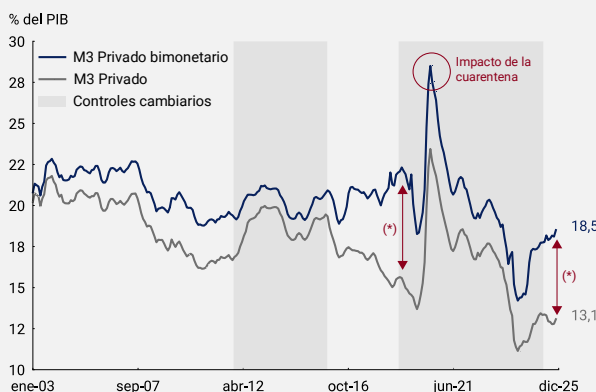


Nota: La dolarización en efectivo corresponde al acumulado de los seis meses previos a las elecciones. Fuente: BCRA.

quisición de activos y coberturas en moneda extranjera representó más del 50% del stock de M2 transaccional, lo que implica una caída en la demanda de dinero de magnitud inédita (ver Gráfico 2).

El shock electoral sobre la demanda de dinero fue un factor central durante el período preelectoral de 2025. Además de su severidad y del desafío sin precedentes que representó para la política monetaria, cabe destacar tres aspectos adicionales. En primer lugar, es importante subrayar que los ahorristas que

**Gráfico 3 | Agregados bi-monetarios: M3 privado**



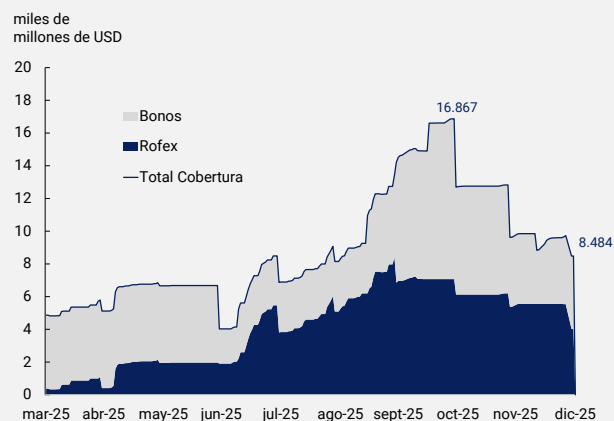
(\*) Episodios de rotación de portafolio (menor tenencia de depósitos en pesos y mayor de depósitos en dólares)  
Fuente: BCRA.

rotaron sus portafolios hacia activos en dólares o ligados al tipo de cambio en 2025 lo hicieron manteniendo una proporción elevada de su ahorro dentro del sistema bancario (ver Gráficos 3 y 5).

Este comportamiento sugiere que, en el segundo año del programa de estabilización, el aumento del riesgo cambiario no se asoció a un riesgo equivalente de reintroducción de controles cambiarios, como sí ha ocurrido históricamente.

En segundo lugar, una vez superada la incertidumbre electoral y disipado el riesgo de un “cisne negro” político, se observó una reversión veloz de la dolarización de cartera. Desde la fecha misma de la elección, la proxy de caída de la demanda de dinero comenzó a revertirse sin necesidad de anuncios económicos.

**Gráfico 4 | Dolarización: Cobertura cambiaria**

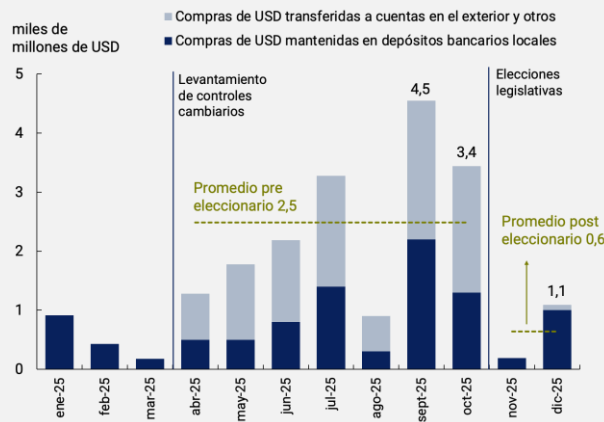


Fuente: BCRA.

La reversión se manifestó, por un lado, en la reducción del stock de cobertura cambiaria (de USD 17.000 millones a USD 8.500 millones; ver Gráfico 4).

También, se manifestó en una disminución de la demanda de dolarización de portafolios privados (de un promedio de USD 4.000 millones mensuales en los dos meses previos a la elección bajó a USD 600 millones mensuales en los meses siguientes; ver Gráfico 5). Esta medida de demanda de dolarización identifica la demanda exclusivamente para el atesoramiento, excluyendo de la formación de activos externos (FAE) el componente atribuible al gasto corriente en el exterior.

**Gráfico 5 | Dolarización: Atesoramiento en efectivo**



Fuente: BCRA.

Adicionalmente, se observa otra mejora durante noviembre y diciembre: el monto promedio mensual de dolarización que permaneció depositado en el sistema financiero local fue del 100% (mientras que,

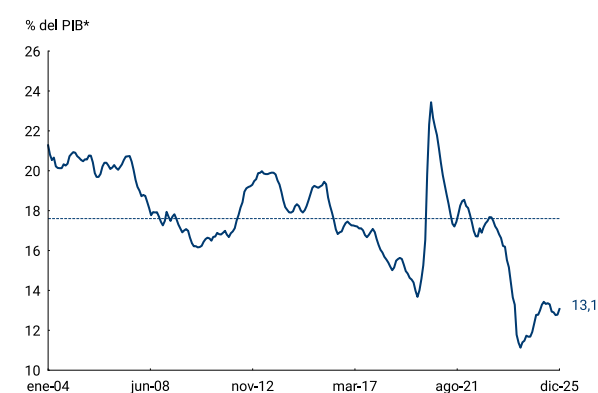
previo a las elecciones, ese porcentaje era sólo un 40%).

En tercer lugar, el grado de dolarización generado por la incertidumbre electoral limitó la capacidad del BCRA para continuar comprando divisas en el mercado cambiario sin generar desequilibrios monetarios e inclusive tal vez cambiarios (debido a que, bajo condiciones de alta incertidumbre, en economías bi-monetarias una suba del tipo de cambio que encarece la divisa puede aumentar, en vez de reducir, la demanda).

Tal como se señaló en el comunicado del 15 de diciembre de 2025, si se observan señales de recomposición sostenida de la demanda de dinero, durante 2026 el BCRA priorizará satisfacer las necesidades de re-monetización de la economía mediante compras no esterilizadas de reservas.

**49. Este evento de estrés asociado a la incertidumbre electoral se manifestó en una menor demanda de pesos respecto a lo previsto y un aumento en la cobertura cambiaria.** El M2 privado transaccional se ubicó por debajo de la trayectoria proyectada en abril y registró una caída a precios constantes y sin estacionalidad del 5,1% entre julio y noviembre. En igual período se verificó una expansión real del 3,3% de los depósitos a plazo fijo del sector privado (reflejando mayores tenencias de personas jurídicas, fundamentalmente Prestadoras de Servicios Financieros, parcialmente compensado por una contracción en las tenencias de personas humanas). Así, el agregado monetario amplio (M3 privado), que había comenzado a recuperarse desde los mínimos alcanzados durante la crisis inflacionaria, detuvo temporalmente su ascenso y se ubicó en torno al 13% del Producto en diciembre, 4,7 p.p. por debajo del promedio del período 2004-2025 (ver Gráfico III.2.1).

**Gráfico III.2.1 | M3 privado**

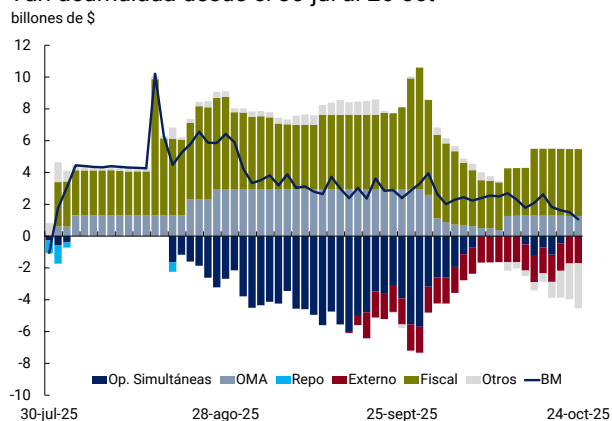


Fuente: BCRA.

**50. La liquidez excedente, producto de la caída en la demanda de dinero, tuvo varias fuentes de origen.** Entre ellas, se destaca la expansión asociada a las operaciones de desarme de tenencias de títulos del Tesoro por parte de bancos, entidades no bancarias y ahorristas (ver Gráfico III.2.2). Durante el período que comenzó a fines de julio, la BM alcanzó un pico de expansión acumulada, a mediados de agosto, de unos \$10 billones (27% de la base monetaria de julio): mediante un manejo monetario restrictivo, el BCRA logró acotar ese crecimiento a tan solo \$2 billones (5% de la base monetaria de julio) hacia fin de octubre. Para neutralizar el exceso de liquidez, el BCRA implementó una estrategia monetaria diversificada.

**Gráfico III.2.2 | Expansión y componentes de la BM**

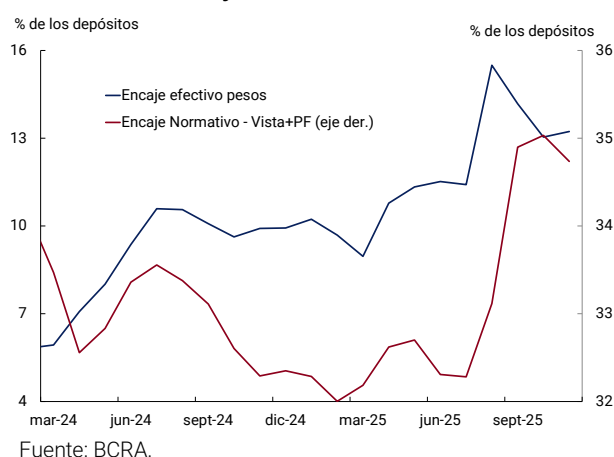
Var. acumulada desde el 30-jul al 26-oct



Fuente: BCRA.

**51. Por un lado, el BCRA introdujo una serie de modificaciones normativas en el esquema de encajes bancarios<sup>17</sup> y avanzó en el fortalecimiento del marco prudencial del sistema financiero.** En agosto, con el objetivo de evitar desbalances de liquidez dentro del mes, se adoptaron varias medidas sobre los encajes bancarios: primero, se modificó la metodología de cálculo del cumplimiento de la integración de efectivo mínimo en pesos, pasando de una medición basada en el promedio mensual a una medición diaria. Segundo, se eliminaron los traslados de excedentes de exigencia mensual, salvo aquellos asociados a los excesos de integración correspondientes a los meses de julio a octubre de 2025, bajo ciertos límites. Tercero, se incrementó el cargo por deficiencia en la integración del efectivo mínimo. Finalmente, se elevó la exigencia de efectivo mínimo integrable en títulos públicos y se amplió la proporción que puede ser integrada con estos instrumentos, siempre que tengan un plazo no menor a 60 días al momento de la suscripción (ver Gráfico III.2.3).

**Gráfico III.2.3 | Encajes bancarios**



**52. En paralelo, el BCRA realizó operaciones en el mercado secundario con el objetivo de preservar el equilibrio monetario ante la caída de la demanda de dinero.** Durante este período, el BCRA enfrentó un desafío operativo importante: debió implementar la política monetaria en un mercado de liquidez interbancaria poco profundo y segmentado. Cuando los vasos comunicantes entre las entidades son débiles o los mercados están poco desarrollados, los canales de transmisión de la política monetaria operan con menor eficiencia y mayor incertidumbre que la deseada (ver Recuadro III.2.2).

<sup>17</sup> Estas modificaciones coyunturales constituyen acciones temporarias (condicionales a la volatilidad de la demanda de dinero) y complementan las acciones previas permanentes (macro-prudenciales) de cambios estructurales en el régimen de encajes.

### Recuadro III.2.2. Régimen de agregados monetarios: Desafíos operativos en mercados secundarios poco profundos

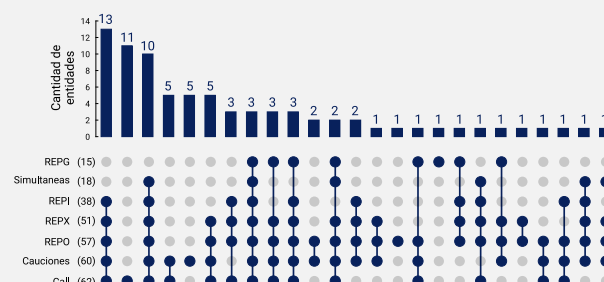
Para establecer un control más estricto sobre la cantidad de dinero y conferir su rol central como ancla nominal, el BCRA incorporó mayor flexibilidad en los mercados de cambios (mediante una banda de flotación ampliable en el tiempo; abril de 2025) y de tasas de interés (eliminando la ventanilla automática de remuneración de la liquidez del BCRA conocida como LEFI, en julio de 2025).

Conceptualmente, el pasaje de un régimen de mercados administrados centralizadamente a uno de mercados descentralizados —donde el proceso de descubrimiento de precios recae en los participantes del sector privado— contribuye a la consistencia del marco monetario-cambiario elegido. Sin embargo, en la práctica, la transición presenta desafíos operativos y el proceso de adaptación por parte de los participantes del mercado demanda tiempo. Ese período de ajuste y desarrollo propio de los mercados incide sobre la eficiencia con la que opera la formación de precios. Si, además, la coyuntura que impacta en la formación de expectativas es de elevada incertidumbre, el proceso de adaptación puede ser más prolongado y volátil.

Entre las condiciones microeconómicas bajo las cuales operó el régimen de control de agregados monetarios durante 2025, se destaca la precariedad que inicialmente caracterizaba a los mercados secundarios en cuanto a liquidez, competencia, transparencia, integración y estacionalidad. En Argentina, el mercado de liquidez de corto plazo es poco profundo y está muy segmentado a nivel de los actores intervinientes (ver Gráfico 1).

Desde que el BCRA dejó de ofrecer la ventanilla automática de absorción de liquidez (LEFI) a tasa predeterminada (julio de 2025), las entidades financieras comenzaron a incrementar gradualmente los saldos canalizados a través de los instrumentos disponibles en el mercado, tanto intradiario como

**Gráfico 1 | Participación en mercados interbancarios por entidad**

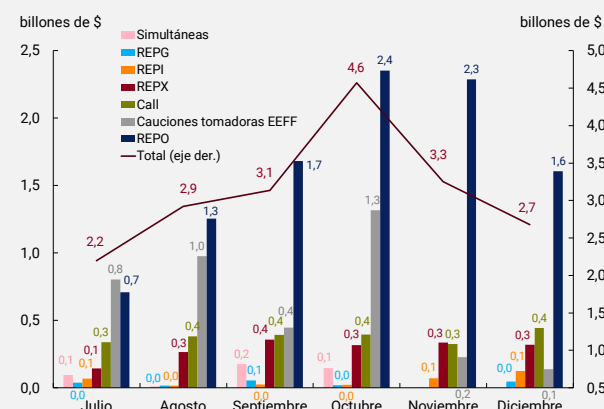


Nota: Entre paréntesis, la cantidad de entidades que operan en el mercado.

Fuente: BCRA, en base a datos propios y de ByMA y MAE.

*overnight*. De hecho, el volumen operado diario promedio mensual total entre entidades financieras se incrementó de aproximadamente \$ 2,2 billones en julio de 2025 a un máximo cercano a \$ 4,6 billones en octubre de 2025, crecimiento explicado principalmente por las operaciones de REPO tradicionales y, en menor medida, por REPX entre privados. La creación de nuevas ruedas, promovidas por el BCRA, orientadas a ampliar el menú de instrumentos y fortalecer el mercado monetario interbancario (REPI, REPX, REPN y REPG) <sup>18</sup>contribuyó a este mayor volumen (ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | Volúmenes operados en los distintos segmentos del mercado interbancario**  
Volumen diario promedio por mes



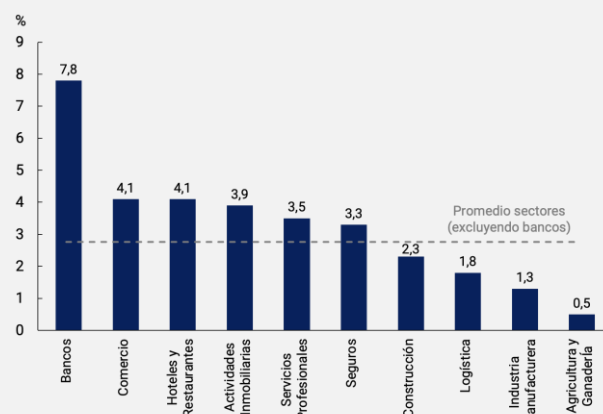
Fuente: BCRA.

18 <https://www.bcra.gob.ar/publicaciones/informe-de-estabilidad-financiera-enero-2026/>

En tanto, el mercado de *call* interbancario es un segmento no garantizado: las operaciones reflejan la modalidad *over the counter* (OTC). Es decir, se realizan de manera privada entre las entidades y se apoyan en relaciones bilaterales muy estables. En consecuencia, este mercado mantiene una profundidad limitada, con volúmenes prácticamente inalterados desde julio de 2025.

Pese al progreso alcanzado en 2025, los mercados interbancarios continúan mostrando un grado incompleto de integración y profundidad, explicado en parte por las limitaciones en el desarrollo de líneas crediticias OTC<sup>19</sup> y distorsiones introducidas por impuestos provinciales (ver Gráfico 3). Por lo tanto, la determinación de la tasa de interés de corto plazo depende críticamente de la profundidad relativa de cada rueda, lo que limita la posibilidad de arbitraje entre ellas.

**Gráfico 3 | Alícuota Promedio de IIBB según sectores económicos. Año 2023**



Fuente: BCRA.

Cabe destacar que, mientras las operaciones de REPO y REPX concentran la canalización de saldos de liquidez entre entidades bancarias, otras ruedas —como las de cauciones— presentan una participación creciente de agentes no bancarios, particularmente ALyCs y Fondos Comunes de Inversión. Este proceso de desintermediación bancaria dificultó la fluidez y previsibilidad con la que se canaliza la liquidez a través del sistema financiero. En respuesta, el

19 Las líneas crediticias OTC (*over the counter*) son líneas de crédito negociadas en el mercado extrabursátil, es decir, acuerdos de financiamiento bilaterales y personalizados entre dos partes.

BCRA comenzó a operar con nuevos instrumentos: “operaciones simultáneas” en los mercados (ByMA y A3) con el fin de ampliar, más allá de sus operaciones tradicionales de REPO (exclusivas para bancos), los instrumentos que le permiten regular la liquidez agregada y, simultáneamente, asegurar su distribución eficiente dentro del sistema (ver Gráfico 4).

**Gráfico 4 | Operaciones de liquidez overnight entre privados y esterilización temporal del BCRA**



Fuente: BCRA.

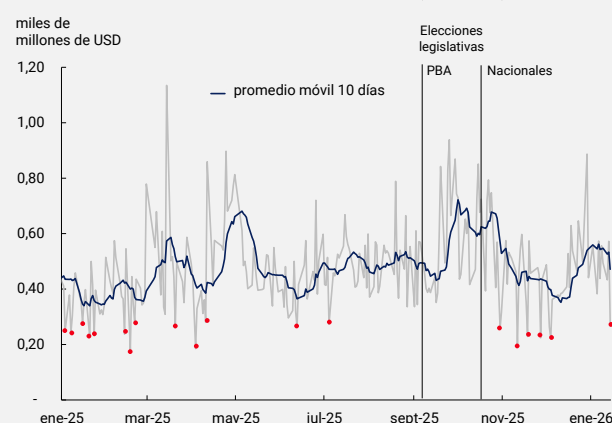
Operativamente, el BCRA participó en los mercados secundarios de títulos públicos, operaciones simultáneas y REPO cumpliendo un rol complementario orientado a aportar profundidad y atenuar episodios de volatilidad excesiva, preservando un sesgo restrictivo en su política monetaria, sin fijar una tasa de interés de referencia. Adicionalmente, el BCRA mantuvo la ventanilla de pases activos con restricciones estrictas en términos de monto y plazo. De esta manera, se aseguró liquidez temporaria a las entidades financieras ante situaciones de estrés puntual, sin desviarse de sus objetivos en el manejo del fondeo estructural del sistema. La tasa de interés de este instrumento se determinó en función de las operaciones de REPO, adicionando un margen<sup>20</sup> que actuó como limitante adicional.

Por su parte, el mercado cambiario también opera con bajos niveles de liquidez y presenta fricciones que limitan la eficiencia de los arbitrajes conceptua-

20 Ver [Comunicación “B”13032](#). A partir de 2026, la tasa de interés sobre las operaciones de pases activos será fijada en función de la tasa observada en el mercado secundario de LECAPs de corto plazo.

les. Se observa que, previo a las elecciones legislativas de octubre de 2025, el volumen diario operado era de apenas USD 500 millones en promedio, con días en los que la liquidez caía por debajo de los USD 200 millones (ver Gráfico 5).

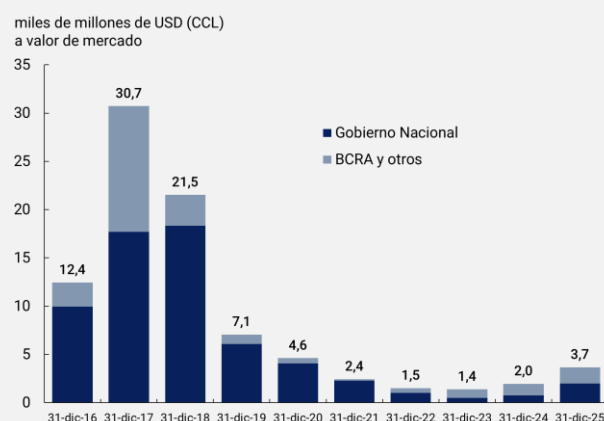
**Gráfico 5 | Volumen operado en el MLC (SIOPEL)**



Fuente: BCRA.

Aunque al momento de inaugurar el régimen cambiario de bandas el tipo de cambio paralelo (MEP/CCL) ajustó hacia abajo, acercándose al nivel del tipo de cambio oficial (MLC), con el correr de los meses y ante la incertidumbre electoral, la escasa profundidad de este mercado contribuyó a generar sobreajustes de precios y volatilidad. Cabe señalar que el mercado de cambios está afectado por la falta de acceso del Tesoro a los mercados externos y por restricciones cambiarias residuales. Esto limita la participación de inversores internacionales que podrían conferirle mayor liquidez al mercado (ver Gráfico 6).

**Gráfico 6 | Exposición de no residentes a activos en pesos**



Fuente: BCRA.

A pesar de estas fricciones microeconómicas, la flexibilidad introducida en los mercados de cambios y de tasas, junto con la operatoria del BCRA, aseguraron que no se produjeran interrupciones en el proceso de desinflación a nivel macroeconómico. De hecho, las expectativas de inflación se mantuvieron ancladas, a pesar de la combinación de desafíos operativos e incertidumbre electoral. También resulta relevante destacar que, inmediatamente después de las elecciones y sin ajustes en la política cambiaria y monetaria, se observó una abrupta caída en la demanda de dólares y de cobertura cambiaria por parte del sector privado, acompañada por un colapso en el nivel, la dispersión y la volatilidad de las tasas de interés.

En conclusión, en la medida en que las características de los mercados financieros locales limiten la eficiencia para la formación de precios, el grado de desarrollo de los mismos incidirá sobre la incertidumbre respecto a los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Un bajo nivel de liquidez e integración de los mercados locales durante la etapa inicial de un régimen monetario implica una incertidumbre mayor —aunque transitoria— respecto al posible impacto de la política monetaria sobre la dinámica de precios.

Esta situación, propia de las transiciones de régimen económico, obliga al BCRA a mantener un sesgo monetario restrictivo a nivel macroeconómico y a continuar perfeccionando su manejo operativo a nivel microeconómico. Por ende, junto a otros reguladores del mercado financiero, como la CNV, el BCRA continuará orientando sus esfuerzos a promover mejoras en todas las dimensiones de operatoria en los mercados locales, junto a la re-intermediación bancaria.

Este esfuerzo busca la evolución favorable de la liquidez y profundidad en el tiempo, y se espera que esas características contribuyan a que los mecanismos operativos de transmisión de la política monetaria sean cada vez más eficientes y previsibles. En virtud del régimen de inversión para no residentes y a medida que se continúe levantando las restricciones vigentes, es probable que el volumen del mercado cambiario aumente.

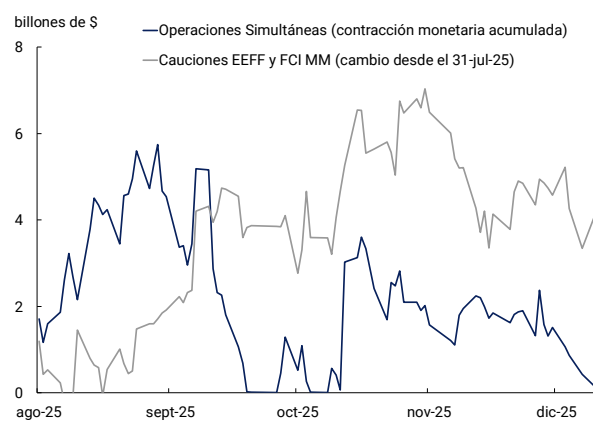
**53. A pesar de la fragmentación y desintermediación que afectó al mercado secundario de liquidez de corto plazo, la estrategia monetaria logró reducir el excedente de liquidez.** Al desafío de operar en mercados poco desarrollados se sumó un segundo desafío operativo: una proporción significativa del excedente de liquidez se canalizó al mercado de capitales por fuera del sistema bancario, fundamentalmente hacia el mercado de cauciones (ver Gráfico III.2). Por lo tanto, en ausencia de ventanillas pasivas de liquidez desde mediados de julio y ante la creciente desintermediación bancaria, el BCRA adaptó sus herramientas de esterilización y complementó sus operaciones de repos con bancos con la participación directa en la rueda de operaciones simultáneas yendo directamente al mercado de capitales (ver Gráfico III.2.5). A través de sus operaciones, el BCRA logró contrarrestar parte de la expansión de la liquidez derivada de las operaciones de reducción de títulos del Tesoro en cartera del sector privado.

**Gráfico III.2.4 | Operaciones de liquidez overnight entre privados y esterilización temporal del BCRA**



Fuente: BCRA.

**Gráfico III.2.5 | Cauciones y operaciones simultáneas**



Fuente: BCRA.

**54. Durante el período de estrés financiero, el BCRA incrementó su margen para administrar la política cambiaria, ampliando sus fuentes de liquidez en dólares.** Las presiones por la demanda de dólares en el mercado llevaron el tipo de cambio nominal a ubicarse transitoriamente en el techo de la banda de flotación. Luego de utilizar unos USD 1.100 millones (de los USD 14.500 millones desembolsados durante el año por el FMI) en operaciones de esterilización vía el mercado de cambios, el BCRA suscribió un acuerdo de estabilización cambiaria con el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Este acuerdo, por un monto de hasta USD 20.000 millones, le permitió al BCRA ampliar su capacidad de administrar el mercado de cambios, fortaleciendo la liquidez de sus reservas internacionales, conforme a las funciones regulatorias previstas en su Carta Orgánica.

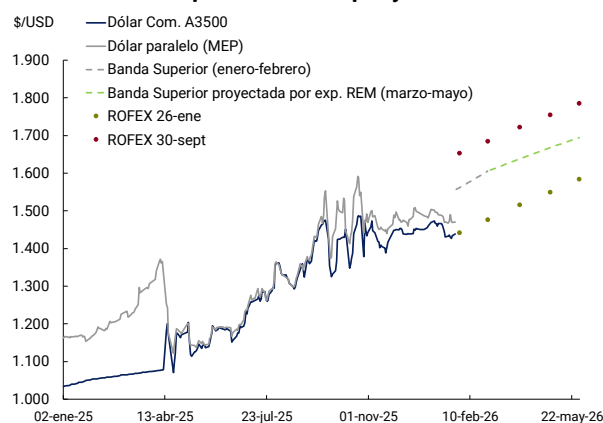
### III.3. Normalización financiera pos-elecciones legislativas

**55. Superado el evento electoral, las variables monetarias y cambiarias mostraron una normalización, confirmando el carácter transitorio del período de estrés y el acierto de la política monetaria implementada.** Luego de realizarse y conocerse el resultado de las elecciones legislativas nacionales, y una vez atenuadas las expectativas de devaluación, la dolarización de los portafolios privados se redujo rápidamente (ver Gráfico III.3.1). Asimismo, el riesgo país corrigió a la baja y las tasas de interés del mercado monetario



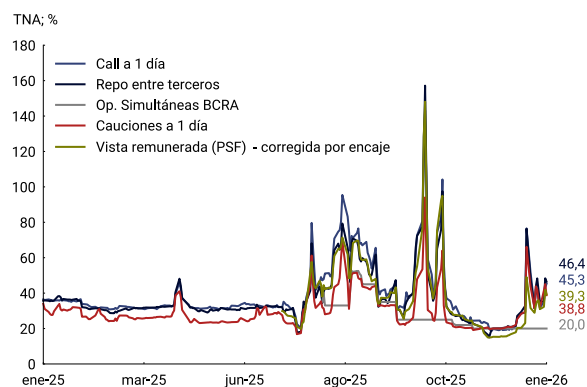
se normalizaron, ubicándose en niveles cercanos a los observados antes del episodio de estrés financiero<sup>21</sup> (ver Gráfico III.3.2).

**Gráfico III.3.1 | Tipo de cambio spot y futuros**



Fuente: BCRA.

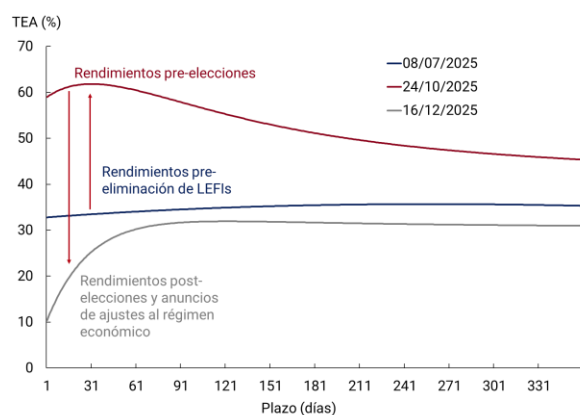
**Gráfico III.3.2 | Tasas de interés de corto plazo**



Fuente: BCRA.

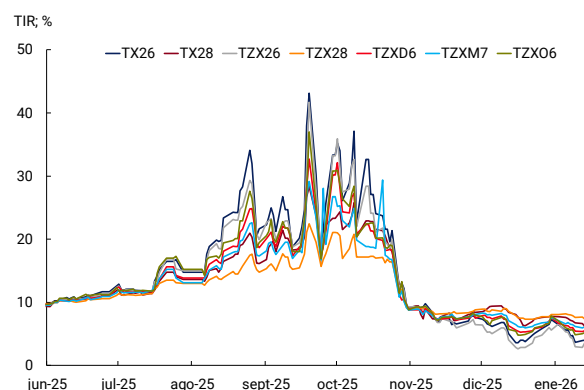
**56. La evidencia sugiere que el shock estuvo más relacionado con el aumento del riesgo político y electoral que con decisiones de política cambiaria (compra de reservas) o monetaria (eliminación de las LEFI) del BCRA.** Junto a la normalización de la estructura de la curva de rendimientos nominales (ver Gráfico III.3.3) se observó una reducción en las tasas de interés reales de los títulos públicos en todos los plazos (ver Gráfico III.3.4). Esta normalización financiera ocurrida tras las elecciones se produjo antes de que mediara anuncio macroeconómico de relevancia (recién el 15 de diciembre se anunció el programa monetario para 2026) y sin introducir alteración alguna al régimen de control de agregados monetarios. Esta observación tiene importantes implicancias para el diagnóstico del origen del *shock* de 2025, asociado al impacto de la incertidumbre pre-electoral y no al impacto de cambios pre-electorales en la estrategia de política económica. De esta manera, el programa económico superó una prueba de sostenibilidad importante frente a una combinación desafiante de elevada incertidumbre electoral y baja profundidad de los mercados locales.

**Gráfico III.3.3 | Rendimiento de títulos del Tesoro**



Fuente: BCRA.

**Gráfico III.3.4 | Títulos del Tesoro indexados por inflación (CER)**

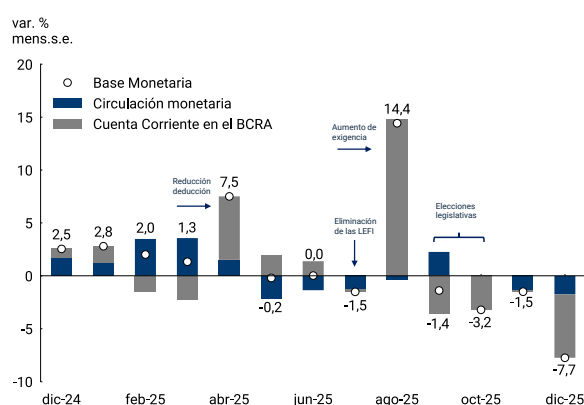


Fuente: BCRA.

<sup>21</sup> La suba de las tasas de interés observada a fin de diciembre ocurrió en un contexto en que la liquidez del sistema estuvo más ajustada, dada la mayor demanda de dinero estacional.

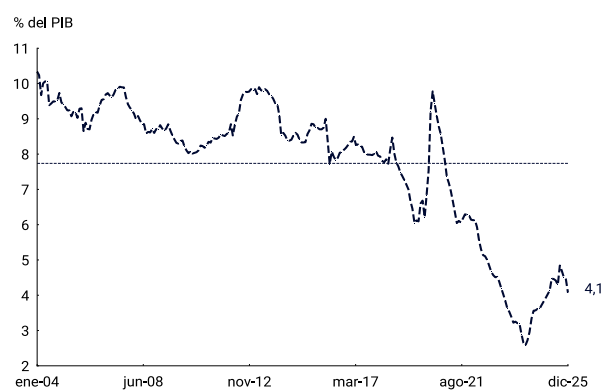
**57. Disipada la incertidumbre electoral y estabilizados los mercados, el BCRA comenzó a normalizar su política monetaria.** De cara al último mes del año, que históricamente presenta un aumento significativo en la demanda de dinero debido a factores estacionales, y en un contexto de mayor estabilidad financiera, el BCRA disminuyó la exigencia de efectivo mínimo integrable en pesos. Además, a partir de diciembre se llevó la exigencia mínima diaria al 75% de la exigencia del mes, desde el 95% dispuesto en noviembre. Estos cambios en la regulación de encajes impactaron en la evolución de la Base Monetaria (ver Gráfico III.3.5). En términos del PIB, la Base Monetaria se ubicó al cierre de 2025 en 4,1%, lo que implicó un aumento de 1,6 p.p. respecto del mínimo de 2,6% a inicios de 2024, en línea con la recomposición de la demanda de dinero. No obstante, se mantiene por debajo del promedio observado en el período 2004-2025 (ver Gráfico III.3.6).

**Gráfico III.3.5 | Base Monetaria a precios constantes**



Fuente: BCRA e INDEC.

**Gráfico III.3.6 | Base Monetaria**



### III.4. En 2026 el BCRA avanzará en la consolidación del esquema de agregados monetarios<sup>22</sup>

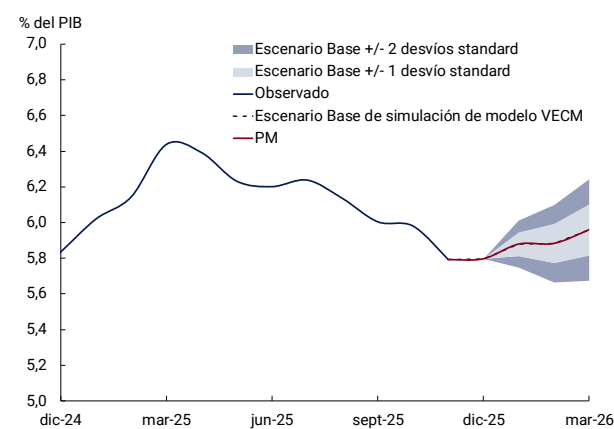
**58. En 2026, la política monetaria estará orientada a profundizar el proceso de desinflación mediante la consolidación del equilibrio monetario.** Las perspectivas económicas para 2026 se fundamentan en la resolución exitosa de los desequilibrios macroeconómicos que existían en 2024 y en la validación de la solidez del programa económico frente al impacto de la incertidumbre política durante 2025. El BCRA anticipa que el régimen de agregados monetarios avanzará en una etapa caracterizada por un proceso de remonetización de la economía liderado por el incremento en la demanda de dinero.

#### III.4.1. La perspectiva en torno a la demanda de dinero

**59. Según las estimaciones del BCRA respecto al comportamiento del M2 privado transaccional durante 2026, la economía podría experimentar una remonetización cercana a 0,6 p.p. del PIB.** El uso de los agregados monetarios como ancla nominal de la economía requiere un monitoreo permanente de la trayectoria de la cantidad de dinero por parte del BCRA. Durante el primer trimestre de 2026, el M2 privado transaccional podría elevar su participación en 0,1 p.p. del PIB (ver Gráfico III.4.1).

<sup>22</sup> Ver comunicado del 15 de diciembre de 2025 (<https://www.bcr.gov.ar/politica-monetaria/profundizacion-del-esquema-de-agregados-monetarios-fase-de-re-monetizacion-2026/>).

**Gráfico III.4.1 | M2 privado transaccional**



Fuente: BCRA.

**60. Guiado por estimaciones probabilísticas de la demanda de dinero, el BCRA conducirá la oferta monetaria aplicando principios modernos de gestión de riesgos.** Siguiendo prácticas habituales de bancos centrales, el BCRA estructura su programación monetaria apoyado en herramientas analíticas cuantitativas robustas. Esta fortaleza se verifica empíricamente al comparar estimaciones del BCRA “fuera de muestra” para el 2025 con la evolución monetaria efectivamente observada ese año (ver Recuadro III.4.1.1). El marco de programación monetaria del BCRA le permite incorporar rápidamente cambios de corto plazo en el equilibrio monetario a las relaciones económicas de mayor estabilidad definidas por el equilibrio de largo plazo (ver Apartado 5). Las herramientas analíticas están sujetas a mejoras, considerando las limitaciones inherentes a los modelos probabilísticos de estimación de demanda de dinero, la posibilidad de shocks imprevistos y la incertidumbre propia de la transición entre regímenes monetarios.

**61. En relación con la estimación de la trayectoria de la demanda de dinero, el BCRA mantendrá el sesgo restrictivo en la política monetaria con el fin de profundizar el proceso de desinflación.** El BCRA actualizará trimestralmente las estimaciones de demanda de dinero derivadas de la programación monetaria y las publicará en el IPOM. La calibración de la política monetaria se ajustará en función de la evolución de la inflación, su relación con el nivel de actividad y las condiciones financieras que influyen sobre la demanda de dinero. Como se anunció a fines de diciembre, con el lanzamiento de una nueva fase del programa de estabilización, mientras la inflación observada supere la inflación internacional, el BCRA mantendrá un sesgo contractivo respecto de la trayectoria base de demanda de dinero.

**62. El comportamiento esperado de los agregados monetarios más acotados, como la base monetaria, permite anticipar una expansión del crédito bancario.** Considerando la regulación vigente de encajes, los saldos en cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA se incrementarán en línea con el aumento de los depósitos a la vista, lo que, junto con una circulación monetaria relativamente estable, ubicará la base monetaria en torno al 4,1% del PIB en marzo de 2026. En la medida en que se recomponga la demanda de liquidez, se prevé que el crédito bancario recupere su dinamismo, interrumpido durante el período de estrés financiero pre-electoral (ver Recuadro III.4.1.2).

### Recuadro III.4.1.1. Régimen de agregados monetarios: Estimación de la demanda de dinero

#### I. Administrar el equilibrio monetario: estimación, shocks, revisión, acción y comunicación

La estimación de la tasa de interés neutral correspondiente a un estado estacionario (*steady state* en ausencia de *output gap*) constituye un elemento de trabajo imprescindible para los bancos centrales que conducen su política monetaria bajo un régimen de metas de inflación (*inflation targeting* o IT). De manera similar, la estimación y el seguimiento de la demanda de dinero son elementos de primer orden de importancia para los bancos centrales que, como actualmente es el caso del BCRA, adoptan metas de agregados monetarios (MT). Estas estimaciones cumplen dos propósitos fundamentales para el manejo adecuado de la política monetaria bajo condiciones de incertidumbre.

En primer lugar, representan un insumo interno necesario para planificar las estrategias operativas de los bancos centrales orientadas a regular las condiciones monetarias y afectar la trayectoria inflacionaria. Esto resulta indistinto de si las estrategias se ejecutan a través de cambios en la tasa de interés efectiva con relación a la tasa de equilibrio (bajo IT) o mediante cambios en la oferta de dinero frente a la demanda de dinero de equilibrio (bajo MT).

En segundo lugar, cuando son utilizadas en la comunicación, estas estimaciones sirven como herramienta para coordinar y anclar las expectativas del sector privado en torno a los objetivos de la autoridad monetaria. Según los principios modernos de gestión de riesgos en la política monetaria, un anclaje efectivo de expectativas contribuye a minimizar el nivel y la volatilidad de la prima de riesgo reflejada en las tasas de interés de mercado. A su vez, primas de riesgo menores y menos volátiles contribuyen a reducir el costo financiero y a hacer más previsibles las decisiones de consumo e inversión, favoreciendo la eficiencia de la economía en su conjunto.

La programación monetaria constituye el marco analítico en el cual el BCRA resume la evolución es-

perada de las variables macroeconómicas relevantes bajo diferentes escenarios probabilísticos. La estimación de la demanda real de dinero (y sus revisiones) representa un insumo clave de dicha programación (ver Apartado 5). Este marco le brinda al BCRA la herramienta necesaria para anticipar la estrategia operativa y asegurar, en todo momento, el equilibrio monetario.

Se puede trazar un paralelo entre el planeamiento monetario y la planificación previa que realiza el conductor de un auto o el piloto de un avión antes de un viaje. Ambos utilizan un GPS alimentado por un modelo probabilístico para definir el camino que, con mayor probabilidad, resultará ser el más adecuado (y rápido) para llegar a destino. Los pasajeros viajarán confiados sabiendo que el conductor cuenta con instrumental de navegación, aunque el GPS irá ajustando la ruta óptima a medida que recibe información nueva sobre cambios en el tráfico o el clima.

Una vez estimada la demanda real de dinero y definida la estrategia operativa, el BCRA está en condiciones de comunicar el sesgo de la política monetaria. Esta comunicación provee un mecanismo para coordinar expectativas privadas en torno a los objetivos del BCRA (que incluyen la estabilidad nominal y financiera y el buen funcionamiento del sistema de pagos) en el menor plazo posible. Es cierto que el manejo de expectativas resulta desafiante en períodos en los que las condiciones macroeconómicas se encuentran alejadas del “estado estacionario”, como puede ocurrir durante un proceso de remonetización que sigue a la resolución de una crisis (por ejemplo, en Argentina en 2003-04 o a partir de 2026; ver Recuadro III.1.1). Sin embargo, es precisamente en contextos de alta incertidumbre cuando el sector privado otorga mayor valor a la comunicación de la autoridad monetaria.

En definitiva, la comunicación de la programación monetaria del BCRA le permite al sector privado evaluar el sesgo de la política monetaria y las condiciones que puedan repercutir en la dinámica macroeconómica (en particular, sobre la tasa de inflación y la

evolución de los mercados de activos sustitutos al dinero). Adicionalmente, frente a *shocks* de naturaleza o magnitud imprevistas (que generan desvíos en la demanda de dinero), el conocimiento del marco analítico utilizado por el BCRA le permite al sector privado evaluar las reestimaciones de la trayectoria de los agregados monetarios hacia el equilibrio y juzgar la consistencia de los cambios en la estrategia operativa monetaria que sean anunciados.

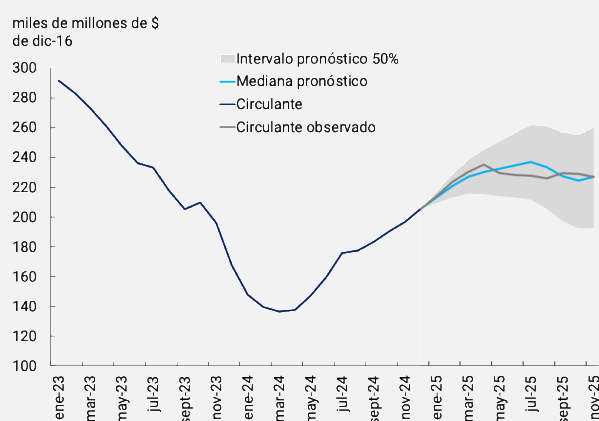
La comunicación precisa y oportuna de los desvíos en las estimaciones y de los cambios en la estrategia operativa no debe considerarse una fuente de descrédito para un banco central. Por el contrario, las expectativas privadas suelen anclarse más firmemente en torno al objetivo de la autoridad monetaria cuando el sector privado reconoce que un banco central actúa, ante cambios de escenario, de manera temprana (lo que se conoce como operar *ahead of the curve*). En definitiva, junto con la comunicación sistemática del marco analítico bajo el cual se estima la demanda real de dinero, la comunicación de la estrategia operativa sobre la oferta de dinero consistente brinda lo que se conoce como el "ancla nominal" del régimen monetario.

La calidad (y la credibilidad) del ancla analítica utilizada puede evaluarse (y perfeccionarse) en función de los resultados obtenidos. Ese proceso de retroalimentación no sólo permite a la autoridad conducir la política monetaria (*ex ante*) con mayor credibilidad ante la sociedad, sino que también le permite a la sociedad exigir (*ex post*) mayor responsabilidad (o rendición de cuentas) a la autoridad en su accionar.

## II. Evaluación empírica del modelo: Un ejemplo de estimación "fuera de la muestra"

Los gráficos que se presentan a continuación permiten apreciar el grado de robustez de las estimaciones representativas del segundo conjunto de modelos mencionado en el Apartado 5. El año 2025 representa una prueba exigente ya que constituye un período de alta incertidumbre y, potencial inestabilidad de la variable estimada. Para eliminar del ejercicio la incertidumbre coyuntural y focalizar el análisis en las cualidades estructurales del modelo, se utiliza como *input* (*ex ante*) el escenario macroeconómico efectivamente observado (*ex post*). La similitud entre la trayectoria de la línea azul (estimación de demanda de dinero) y la de la línea gris (demanda de dinero observada), corrobora que ambas estimaciones<sup>23</sup> presentan un alto grado de robustez.

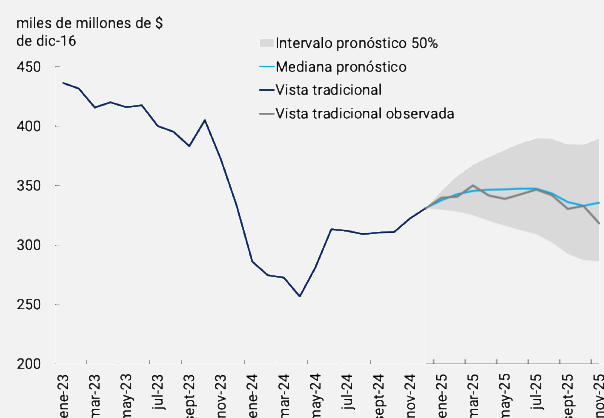
**Gráfico 1 | Estimación del circulante en público**  
Pronóstico 11 pasos: enero – noviembre 2025



Fuente: BCRA.

23 Los modelos fueron estimados para el período comprendido entre enero de 2017 y diciembre de 2024. El gráfico muestra el pronóstico 11 meses vista tomando como último dato observado del agregado respectivo en diciembre de 2024, y pronosticando el período enero-noviembre de 2025. Las líneas negras y grises representan los saldos reales desestacionalizados observados. La

**Gráfico 2 | Estimación de la vista tradicional**  
Pronóstico 11 pasos: enero – noviembre 2025



Fuente: BCRA.

línea azul se corresponde con la mediana pronosticada utilizando el modelo. Finalmente, el área en torno a la línea azul representa un intervalo de confianza del 50% (explicitando la incertidumbre paramétrica asociada a la estimación). Todos los coeficientes de los modelos que generan las estimaciones de los Gráficos 1 y 2 fueron computados Bayesianamente.

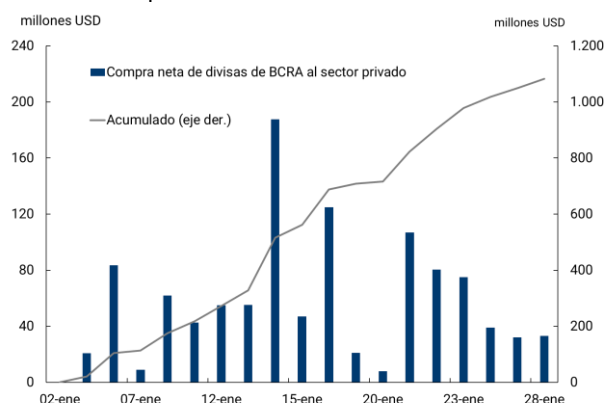
### III.4.2. Las reservas internacionales

#### 63. El mercado de cambios seguirá operando bajo un régimen de flotación entre bandas y se anticipa que la liquidez necesaria para la remonetización provendrá de la compra de reservas por parte del BCRA.

Desde el 1 de enero de 2026, el techo y el piso de la banda evolucionan mensualmente de acuerdo al último dato de inflación informado por el INDEC, lo que resulta en un rezago de dos meses. Este esquema permite acotar los riesgos de movimientos extremos en el tipo de cambio. Bajo el régimen de agregados monetarios, la política monetaria buscará que la oferta de dinero acompañe la recuperación de la demanda. Diversos factores han generado un rezago en el potencial de acumulación de reservas, a pesar del ritmo importante de compra de divisas durante 2024-25 (ver Apartado 1). Sin embargo, estos factores son temporarios, por lo cual durante 2026 el BCRA priorizará el abastecimiento de la liquidez que demande la economía a través de la compra de reservas internacionales, de manera consistente con el esquema de flotación cambiaria entre bandas.

64. Con el fin de contribuir a mejorar la previsibilidad, el 15 de diciembre de 2025 el BCRA anunció su programa de compra de reservas, consistente con la evolución de la demanda de dinero y la liquidez del mercado de cambios. El BCRA ha venido recomponiendo la posición de reservas internacionales netas (RIN) a su disposición desde diciembre de 2023 hasta fines de 2025 por un monto aproximado de USD 14.000 millones (ver Apartado 2). El escenario de mayor probabilidad prevé que la base monetaria aumente del 4,2% al 4,7% del PIB en diciembre de 2026, abastecida por compras de USD 10.000 millones, sujeto al resultado de la balanza de pagos<sup>24</sup>. Mientras la demanda de dinero se mantenga en línea con lo proyectado, se evitarán esfuerzos sostenidos de esterilización. Adicionalmente, y con el objetivo de mantener el equilibrio en el mercado de cambios, la compra de divisas se calibrará según la liquidez diaria del mercado, inicialmente en torno al 5% del volumen diario. Por último, el BCRA podrá realizarse compras de divisas en bloque para preservar la estabilidad del mercado. En el comienzo de su programa, el BCRA adquirió más de USD 1.000 millones (ver Gráfico III.4.2).

Gráfico III.4.2 | Mercado de cambios



Nota: las operaciones de liquidez a través de OMAs asociadas al fisco se incluyen en Tesoro Nacional. Fuente: BCRA.

24 Un aumento adicional de la demanda de dinero (1% del PIB) podría llevar las compras a USD 17.000 millones sin requerir esterilización sostenida.

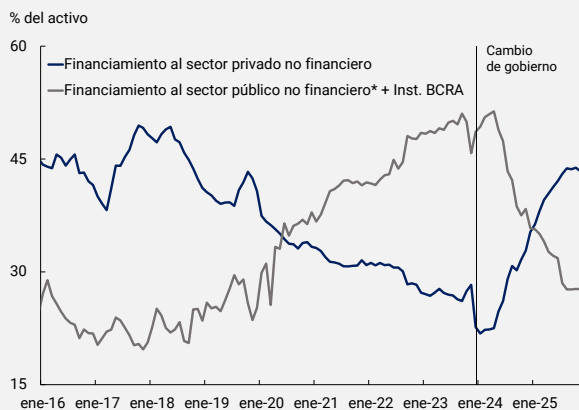
### Recuadro III.4.1.2 El *crowding in* del crédito privado

La historia de déficits fiscales crónicos en Argentina llevó a que el sector público absorbiera gran parte del financiamiento bancario, desplazando al sector privado en un proceso comúnmente denominado desplazamiento crediticio (*crowding out*). La demanda por crédito del sector privado también tuvo que competir con los instrumentos de regulación monetaria del BCRA cuando las necesidades de esterilización del BCRA aumentaron fuertemente (ver Gráfico 1).

El quiebre marcado de esta tendencia histórica en 2024 fue una consecuencia directa de la decisión de eliminar de manera inmediata el déficit fiscal y el financiamiento monetario del Tesoro. Este cambio abrupto produjo un proceso inverso, de *crowding in*, a través de dos canales: primero, generó un excedente prestatable en el sistema bancario que llevó a los bancos a redireccionar financiamiento hacia el sector privado.

Segundo, y en paralelo, el ajuste fiscal impulsó una fuerte baja de las expectativas de inflación y de las tasas de interés, lo que contribuyó a acelerar la demanda de crédito del sector privado. Así, luego de alcanzar su mínimo en marzo de 2024, el crédito bimonetario (combinando créditos en pesos y en dólares) al sector privado más que duplicó su nivel con relación al PIB, llegando a un pico de 11,8% en agosto de 2025, posteriormente moderándose a 11,6% (ver Gráfico 2).

**Gráfico 1 | Financiamiento bancario al sector público y al privado**



Fuente: BCRA.

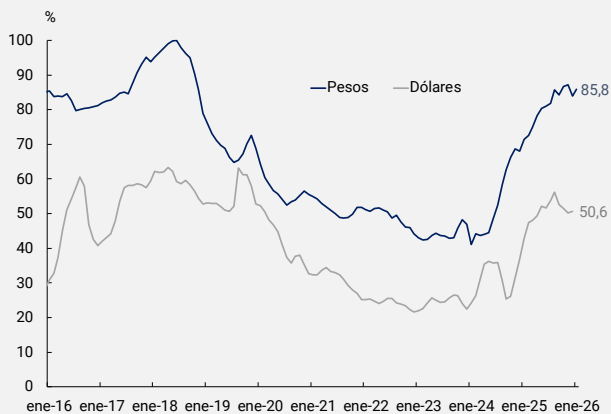
**Gráfico 2 | Préstamos al sector privado**



Fuente: BCRA e INDEC.

En 2025, esta expansión fue moderando su ritmo en la medida que los excedentes iniciales de liquidez bancaria fueron aplicándose y la política monetaria y regulatoria mantenía un sesgo restrictivo para afianzar la estabilidad (ver Gráfico 3). Eventualmente, esa expansión fue interrumpida por la caída en la demanda de dinero y el aumento de las tasas de interés que sufrió la economía frente al riesgo electoral de 2025. En particular, en el segundo semestre de 2025 la elevada volatilidad financiera y las condiciones de liquidez más ajustadas, impulsaron aumentos transitorios de las tasas de interés activas en términos reales que contribuyeron a esta dinámica.

**Gráfico 3 | Relación entre crédito al sector privado y depósitos**

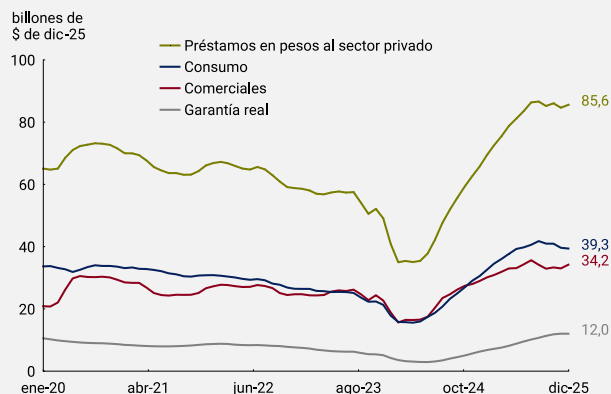


Fuente: BCRA.



De todos modos, los préstamos en pesos acumularon en el año un crecimiento del orden del 30% en términos reales (ver Gráfico 4).

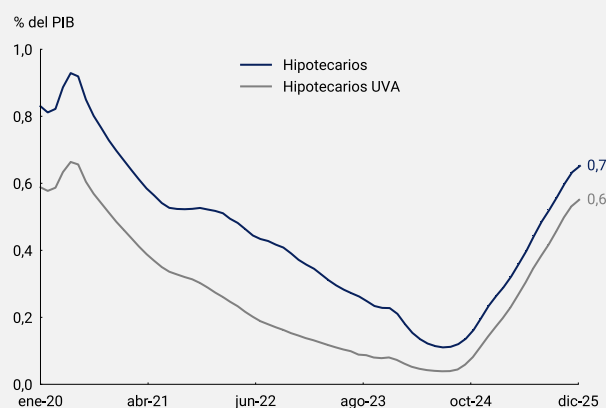
**Gráfico 4 | Préstamos en pesos al sector privado**



Fuente: BCRA e INDEC.

A nivel de las distintas líneas de crédito, esta dinámica obedeció fundamentalmente al comportamiento de las líneas comerciales y, en menor medida, a las de consumo. En cuanto al crédito con garantía real, se destacó el crédito hipotecario, que mantuvo tasas de expansión positivas a precios constantes durante todo el 2025. Esta línea comenzó a mostrar un crecimiento sostenido a partir de mediados de 2024, impulsada por el relanzamiento de los préstamos hipotecarios denominados en UVA (Unidades de Valor Adquisitivo; ver Gráfico 5).

**Gráfico 5 | Préstamos hipotecarios**



Fuente: BCRA e INDEC.

En el segmento en dólares, los préstamos mostraron una fuerte expansión, adicionalmente motorizada por el régimen de Regularización de Activos (blanqueo de capitales). El mismo permitió formalizar más de USD 23.000 millones de activos en la primera etapa<sup>25</sup>. Esta regularización incrementó los depósitos en dólares en USD 15.700 millones y además contribuyó a alimentar la actividad del mercado de capitales. La eliminación de restricciones cambiarias para personas humanas en abril de 2025 reforzó la acumulación de tenencias de moneda extranjera en el sistema bancario. De esta manera el stock de crédito en dólares alcanzó niveles récord de USD 18,2 mil millones en diciembre de 2025, lo que representó un 50% de los depósitos en moneda extranjera. Esa relación se duplicó desde fines de diciembre de 2023 (ver Gráfico 3).

Pese al menor dinamismo de los últimos meses de 2025, la continuidad del proceso de desinflación, la recuperación de la actividad económica y la normalización de las tasas de interés pasivas configuran un escenario favorable para la expansión del crédito en 2026, que aún se mantiene por debajo de sus máximos históricos y de los niveles observados en otros países de la región.

<sup>25</sup> La segunda etapa se extendió hasta el 7 de febrero de 2025 y permitió exteriorizar bienes con una alícuota del 10% tanto para quienes blanquearon hasta USD 100.000 como para los que superaron ese

monto. En esta segunda etapa ya no se pudo blanquear dinero en efectivo.



**65. El aumento efectivo de reservas internacionales dependerá de las posibilidades de acceso del Tesoro a los mercados internacionales para refinanciar la deuda externa.** Las compras de divisas por parte del BCRA se reflejarán en el nivel de reservas internacionales toda vez que éstas no deban ser adquiridas con pesos por el Tesoro para atender vencimientos de capital e intereses. Se espera que durante el 2026 el acceso a fuentes de financiamiento para refinanciar los vencimientos de capital del Tesoro Nacional, el mayor acceso al financiamiento en el mercado externo por parte de las empresas y los gobiernos provinciales y la repatriación de ahorros de residentes sean factores que faciliten el aumento de las reservas internacionales en poder del BCRA. Reconociendo el impacto monetario de la programación financiera del Tesoro, el BCRA continuará coordinando con el Ministerio de Economía la gestión de instrumentos y la programación financiera, garantizando que no se altere la programación monetaria del BCRA orientada a preservar el equilibrio doméstico de liquidez.

#### **III.4.3. Administración de la liquidez**

**66. Si la demanda de dinero resultara inferior a la prevista, el BCRA implementará medidas correctivas en línea con los objetivos del programa económico.** Para administrar la liquidez generada por el programa de compra de reservas, se emplearán herramientas convencionales y prudenciales, como operaciones de mercado abierto y repos. La regulación de liquidez tomará en cuenta factores como la estacionalidad en la oferta de divisas en el MLC y las particularidades de los mercados interbancarios que todavía no desarrollaron suficiente profundidad (ver Recuadro III 2.2). Las operaciones de repos pasivos con entidades financieras se pactarán diariamente a la tasa definida por el BCRA, tomando como referencia los niveles observados en el mercado secundario de LECAPs, mientras que la ventanilla de pases activos permanecerá vigente con las restricciones actuales de monto y plazo, aplicando un premio sobre la tasa observada en el mercado secundario de LECAPs de corto plazo.

**67. El BCRA continuará avanzando con el proceso de normalización de la política de encajes bancarios.** El impacto de las modificaciones en los requisitos de integración será un factor relevante en la determinación del equilibrio monetario y, por lo tanto, se implementará de manera consistente con la estabilidad de precios y la recuperación de la intermediación financiera.

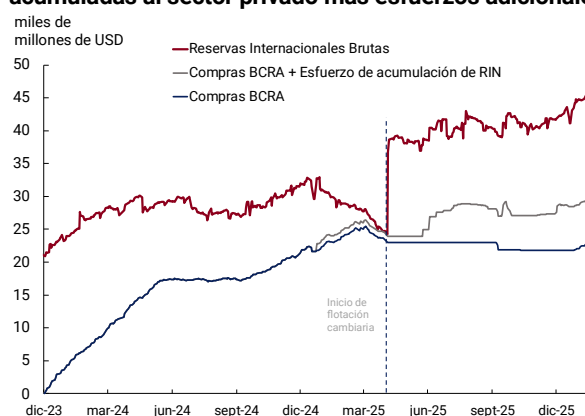
## Apartado técnico 1 / Reconciliación entre el récord de compras de divisas y el rezago en la acumulación de RR.II.

En el mediano plazo, un programa de estabilización exitoso en una economía abierta facilita un proceso de recuperación de reservas internacionales, revirtiendo así el agotamiento de las mismas característico de la crisis que la precede. La recuperación de la demanda real de dinero que acompaña a la estabilidad constituye un impulso central para elevar el *stock* de reservas internacionales. Sin embargo, la velocidad del proceso de recuperación de la demanda de dinero está, a su vez, definida por un conjunto de factores endógenos y exógenos<sup>26</sup>. Estos mismos factores, algunos bajo control de las autoridades y otros de carácter aleatorio, influyen en la velocidad de compra y de acumulación de reservas por parte de un Banco Central.

Este apartado distingue los factores que impulsan la compra de divisas de aquellos que permiten que esa compra se traduzca en una acumulación de reservas. Para ello, resulta útil contrastar la dinámica observada entre la compra (abundante) de divisas y la acumulación (rezagada) de reservas en 2024-25 con la dinámica disímil observada entre esas dos variables en el plan de estabilización previo (2016-17).

Como consecuencia del diseño del programa de estabilización en curso, la balanza de pagos genera un fuerte excedente de dólares del sector privado. A partir de los ajustes macroeconómicos implementados en diciembre 2023 la generación de ese excedente facilitó la compra de divisas al sector privado por parte del BCRA. Es cierto que la intervención del BCRA en el mercado de cambios (MLC) disminuyó a partir del inicio del esquema de flotación cambiaria entre bandas (abril de 2025). Sin embargo, en ese momento las compras de dólares al sector privado pasaron a ser lideradas por el Tesoro Nacional (TN; ver Gráfico 1). Esas compras ya no se orientaron a alimentar el proceso de remonetización administrado por el BCRA (frenado debido al impacto del riesgo electoral), sino a cubrir el pago de los servicios de deuda externa del sector público ante la falta de acceso al mercado externo (con un impacto monetario opuesto, contractivo).

**Gráfico 1 | Reservas Internacionales y compras acumuladas al sector privado más esfuerzos adicionales**



Fuente: BCRA.

26 Entre los factores endógenos que afectan la velocidad de compra de reservas se destacan (1) las políticas que favorecen la estabilidad e impulsan la demanda de dinero (resultado del progreso en corregir desequilibrios macroeconómicos y facilitar la convergencia de precios relativos a sus valores de equilibrio), (2) la repatriación de ahorro externo de residentes y (3) la disponibilidad y oferta internacional de activos productivos (privatizables o concesionables). Entre los factores exógenos se pueden mencionar (4) las mejoras de los términos de intercambio (precios en mercados de *commodities*) y (5) el grado de acceso del sector público y privado al mercado de bonos externos para refinanciar vencimientos de deuda externa o proyectos productivos.

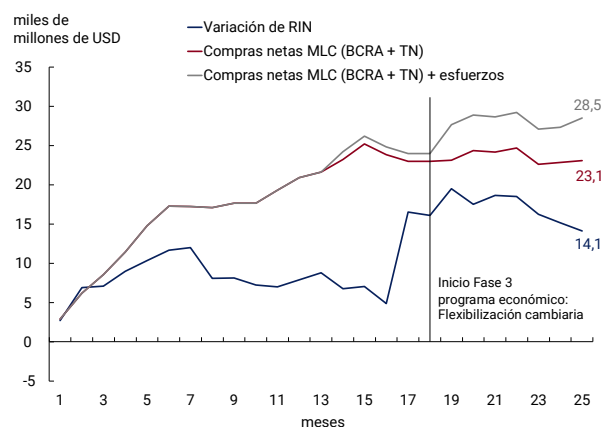
Considerando todas las fuentes de adquisición de divisas, el esfuerzo de recomposición de liquidez en moneda extranjera ha alcanzó USD 28.500 millones durante el período 2024-25<sup>27</sup>. Este esfuerzo consolidado de compra de divisas al sector privado excedió ampliamente el realizado en procesos de estabilización precedentes, como el de 2016-17 (tan sólo USD 3.000 millones; ver Gráfico 2.a y 2.b).

Este contraste sugiere la existencia de políticas económicas más consistentes y un equilibrio general económico (de flujos) más sólido en la actualidad con relación al 2016-17. Sin embargo, analistas y operadores del mercado de crédito han puesto relativamente más atención sobre el rezago observado en la *acumulación* de reservas netas (un stock) durante el 2024. En estos períodos se verifica que la acumulación de RIN del BCRA durante 2024-25 (USD 14.100 millones) fue inferior a la acumulación de RIN observada en el programa de estabilización de 2016-17, de unos USD 29.600 millones (ver Apartado 2 para un mayor detalle sobre la definición de RIN). Este foco en la acumulación (por sobre las compras) de reservas tiene una explicación sencilla: el historial de incumplimiento de pagos previo del Tesoro y el uso de las RIN como *criterio de performance* de alta frecuencia en el reciente acuerdo con el FMI.

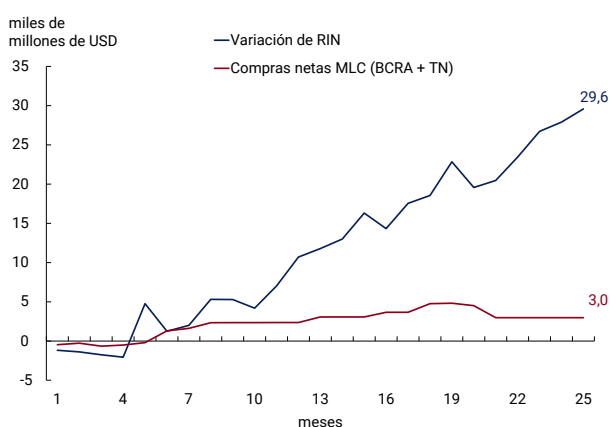
A pesar del foco del mercado en la acumulación de RIN (destacada en 2016-17) por encima de la mayor compra de divisas al sector privado (destacada en 2024-25), la acumulación de RIN no asegura la sostenibilidad del ese proceso. Por ejemplo, la salida de capitales del 2018 revirtió muy rápidamente la acumulación de RIN previa debido a que la misma tenía una base de sustentación endeble. Por eso, amerita contrastar los factores que facilitaron la acumulación de RIN en 2016-17 y que estuvieron ausentes en 2024-25 (a pesar de una mayor velocidad de compra de divisas de BCRA).

## Gráfico 2 | Acumulación de Reservas

### a. Entre el 12-dic-23 y el 31-dic-25



### b. Entre el 11-dic-15 y el 31-dic-17



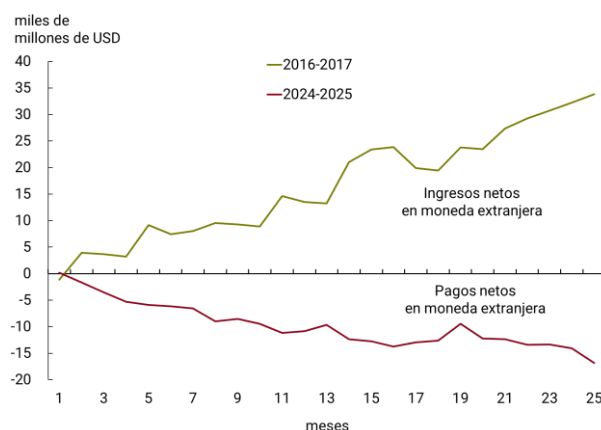
## I. Factores temporarios determinantes del gap entre compras y acumulación de reservas

Tres factores pueden explicar el rezago entre el ritmo de compra de divisas y el de la acumulación de reservas en 2024-25:

<sup>27</sup> Esas fuentes adicionales incluyeron la mayor liquidez provista a través de operaciones de REPO del BCRA y la emisión de deuda en pesos del Tesoro suscripta por no residentes (BONTES). Ese total se divide en USD 21.800 millones por compras del BCRA, USD 1.300 millones de compras del TN, USD 3.000 millones por REPOS, y USD 2.400 millones por emisión de BONTES y otros títulos.

Primero y principalmente, la falta de acceso al mercado internacional para el refinanciamiento de vencimientos de deuda externa del Tesoro Nacional. El punto de partida del riesgo país en 2023 fue mucho más grave que en el de 2015, recorriendo una baja de más de 2.000 puntos básicos desde la elección presidencial en primera ronda de 2023 hasta el fin de 2025. El prolongado aislamiento financiero del Tesoro lo obligó a comprar una parte importante de las reservas para cancelar (en lugar de refinanciar) los vencimientos de la deuda externa y/o en moneda extranjera del sector público (pagos netos que totalizaron USD 16.800 millones; ver Gráfico 3).

**Gráfico 3 | Financiamiento neto al Tesoro en moneda extranjera (excluyendo FMI)\***



\*Representa el capital + intereses para los períodos que van del 11-dic-15 al 31-dic-17 y del 11-dic-23 al 31-dic-25.

Fuente: BCRA.

En contraste, en 2016-17 el TN y el BCRA contabilizaron financiamiento neto positivo en moneda extranjera por USD 33.800 millones (computando ingresos por emisiones de deuda cercanas a USD 114.000 millones y servicios de deuda por USD 80.000 millones). Este origen de fondos, y su aplicación a gastos en pesos, permitió la rápida acumulación de reservas del BCRA aun cuando las compras netas de dólares al sector privado fueron extremadamente bajas (USD 3.000 millones).

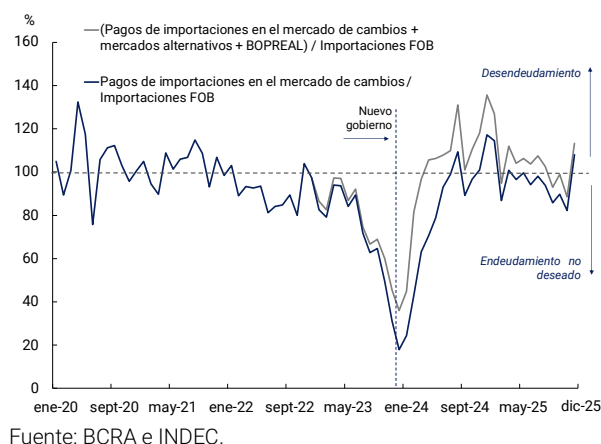
Segundo, la caída abrupta de la demanda de dinero por aversión al riesgo electoral durante el 2025, que no tuvo un paralelo semejante en 2017 (ver Recuadro III.1.1). En 2025, la dolarización de carteras del sector privado (a través del mercado cambiario *spot* y de otras formas de cobertura cambiaria) fue inédita, superando los USD 35.000 millones. La magnitud de este fenómeno le imposibilitó al BCRA continuar sosteniendo el ritmo de compras de moneda extranjera alcanzado en 2024 durante el 2025, a riesgo de sacrificar el equilibrio monetario, central para profundizar la estabilidad.

Tercero, el pago diferido a lo largo de 2024-25 de los servicios de deudas acumuladas por importaciones impagas bajo el régimen de control de cambios *de jure* y *de facto* de 2022-23. Salvar la deuda de ejercicios anteriores ha generado una carga adicional a la balanza de pagos en 2024-25 que no la afectó en 2016-17 (ver Gráfico 4). El BCRA facilitó una solución a esa deuda por vía de la oferta y suscripción voluntaria de *swaps* de moneda a importadores. Instrumentadas a través de los BOPREAL<sup>28</sup>, los *swaps* de moneda sirvieron para

28 Los *swaps* fueron ejecutados a un tipo de cambio USD/ARS alto en términos reales (por el sinceramiento cambiario del inicio del programa), dictando una razón de canje de monedas favorable al BCRA. Al mismo tiempo, constituyeron un mecanismo efectivo de absorción de pesos excedentes ("overhang" monetario) en cartera de compañías privadas. Si bien se logró fraccionar la demanda de dólares por el stock impago de importaciones de 2022-23, el flujo a pagar durante 2025-27 para normalizar la deuda limita la capacidad de acumulación de reservas.

reducir el riesgo de desabastecimiento de importaciones y así evitar el quiebre de inminente de la cadena productiva por escasez de insumos. Esta medida permitió transformar un stock de demanda de moneda extranjera (equivalente a más de USD 10.000 millones) en flujos a tres años (2025-27; ver Gráfico 4).

**Gráfico 4 | Ratio entre las importaciones pagadas y las efectivas**



## II. Reflexiones derivadas del análisis comparativo entre 2024-25 y 2016-17

El análisis presentado plantea varias reflexiones: Primero, los tres factores que explican la discrepancia entre la dinámica de compra y de acumulación de reservas en 2024-25 son muy significativos en magnitud, pero de naturaleza temporaria. Sería razonable esperar que, al preservarse el equilibrio macroeconómico, la dinámica de acumulación de reservas vaya aproximándose a lo largo de los próximos años a la dinámica de compra de reservas, una vez superados los factores temporarios. El BCRA anunció recientemente y comenzó a ejecutar un programa de compra de reservas, compatible con restricciones macroeconómicas (la evolución de la demanda de dinero) y operativas (la liquidez del mercado de cambios).

Segundo, el intento de estabilización de 2016-17 fue fallido y sugiere que la acumulación de reservas no siempre es virtuosa por sin considerar las características del proceso de compras que la alimentan. La acumulación a lo largo de 2016-17 fue reflejo del acceso temprano (a cuatro meses de gestión) al financiamiento externo por parte del *sector público* deficitario. Es decir, la acumulación de reservas no se alimentó de un excedente de dólares del *sector privado*, como si ocurrió en 2024-25, como reflejo de una mayor consistencia y sostenibilidad de la política macroeconómica.

Tercero, si bien en el periodo 2016-17 no se sufrió una caída de demanda de dinero, la acumulación de RIN no parece haber sido impulsada por un aumento en la demanda de dinero. En ese período, se observa una caída de agregados monetarios con relación al PIB. Evidentemente, la acumulación de reservas dependió un esfuerzo creciente y frágil de esterilización monetaria, vía un aumento en el saldo de pasivos remunerados del BCRA (LEBACs y LELIQs).

Durante 2024-25 se observó todo lo opuesto: el acceso del TN al mercado externo ha demorado dos años (convirtiéndolo en demandante neto de dólares), las compras del BCRA se alimentan del excedente de dólares del sector privado, y la estrategia de acumulación de RIN actual no impulsa desequilibrios monetarios

que requieran esterilización estructural (por el contrario, la economía convive con un impacto monetario contractivo por el pago neto de deuda externa).

### **III. Causalidades, expectativas y perspectivas en torno a la estrategia de acumulación de RIN**

Por último, en 2025 surgió un debate público sobre la causalidad entre la acumulación de reservas y el acceso al mercado externo de deuda por parte del Tesoro. Una hipótesis extendida consideraba que una política de compra de reservas más agresiva que la adoptada por el BCRA constituía una condición necesaria para reducir el riesgo país. De ser así, se argumentaba que la reducción de ese riesgo aceleraría el acceso del Tesoro al mercado externo. La hipótesis alternativa, suscripta por las autoridades del BCRA, reconocía que la eliminación del riesgo electoral (solo factible a partir del conocimiento de los resultados de octubre de 2025) era condición previa a la incidencia de cualquier otro factor sobre el riesgo país y el eventual acceso al mercado externo para la refinanciación de los vencimientos de capital del Tesoro.

Bajo esta última hipótesis, el BCRA consideró que un ritmo de compra de reservas por encima de lo estrictamente necesario para atender los servicios de deuda externa del Tesoro tendría impacto monetario expansivo. Esa expansión, ante la caída de la demanda de dinero, pondría en riesgo la estabilidad de precios, y esta constituiría un agravante, no un atenuante, del riesgo electoral (determinante del riesgo país y la proximidad del acceso del Tesoro al mercado externo). La fuerte e inmediata compresión del riesgo país (más de 400 puntos básicos) inmediatamente después de las elecciones constituye la comprobación de esta segunda hipótesis.

En síntesis, este análisis aporta elementos que sirven para valorizar la convergencia actual del proceso económico hacia un fortalecimiento del balance de BCRA en términos de su liquidez y también de su sostenibilidad. Ese recorrido ayudara a recuperar la credibilidad en la política económica. Esa credibilidad depende del equilibrio general. Es decir, requiere anclar no solo las expectativas de acreedores externos (que valoran la disponibilidad de liquidez excedente en el balance del BCRA) sino también las expectativas de ahorristas residentes (que valoran la preservación del equilibrio monetario que sustenta la posición de liquidez del balance del BCRA).

Satisfacer las expectativas de los primeros (determinantes del grado de ingreso de financiamiento externo a futuro) a costa de desatender las expectativas de los segundos (determinantes del grado de egreso de financiamiento doméstico del pasado y presente) arriesga la sostenibilidad de la estrategia, como evidencia el proceso de acumulación de RIN del 2016-17, abortado al poco tiempo. Para el 2026, el BCRA anticipa una dinámica inversa a la observada en 2025 y, por lo tanto, la convicción de que las políticas adoptadas tendrán la capacidad de anclar en simultaneo las expectativas de bonistas externos y de ahorristas residentes. Este diagnóstico se apoya en dos premisas: la re-monetización de la economía y las mayores opciones de refinanciamiento de vencimientos de deuda que enfrenta el Tesoro. La dinámica económica del año en curso es consistente con el programa de compra de reservas de USD 10.000 millones anunciado el 15 de diciembre de 2025<sup>29</sup>.

---

29 Profundización del esquema de agregados monetarios: [fase de re-monetización 2026](#).

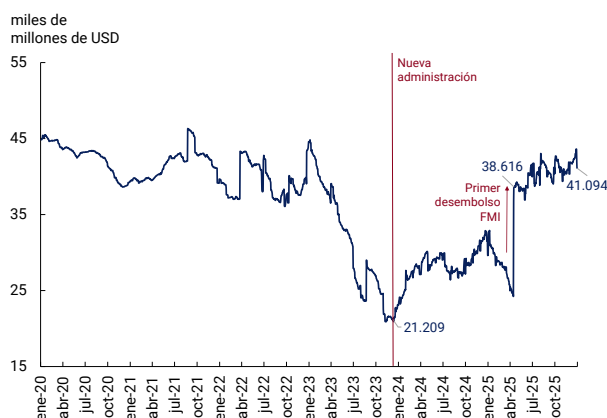
## Apartado técnico 2 / Definiciones complementarias de RIN (BCRA y FMI)

Por convención internacional, los bancos centrales publican su posición de reservas en términos brutos (RIB). En paralelo, y con el fin de contar con indicadores complementarios de la fortaleza del balance de un banco central, los analistas estiman otros conceptos como las reservas internacionales netas (RIN). El concepto de RIN está definido por las reservas brutas en moneda extranjera del banco central, netas de sus pasivos en moneda extranjera de corto plazo. Este neteo cobra relevancia si la disponibilidad de una parte relevante de las reservas brutas se le atribuye carácter parcial, contingente o de muy corto plazo debido a la naturaleza de los pasivos que las respaldan.

Las RIN ofrecen una aproximación más precisa sobre la disponibilidad de reservas real y, por lo tanto, sobre la capacidad de un banco central para administrar el mercado cambiario. Sin embargo, el cómputo de las RIN está afectado por los criterios de incorporación, o no, de ciertos pasivos en este indicador. Por lo tanto, no existe una única definición de RIN, y los criterios aplicados en cada variante se justifican según los diferentes propósitos de análisis. Por ejemplo, la definición de RIN del Fondo Monetario Internacional (FMI) es utilizada específicamente para monitorear la convergencia en el mediano plazo del programa. También existe otra definición de RIN, la que utiliza el BCRA, conforme a criterios jurídicos y contables estrictos, y que puede ser usada para medir el margen de maniobra para administrar la política cambiaria en el corto plazo.

Siguiendo este último criterio, a fines de diciembre de 2025 las RIB y las RIN del BCRA se encontraban en niveles USD 41.100 millones y USD 2.900 millones, respectivamente (ambos *positivos*). Estos niveles representan una mejora de unos USD 19.900 millones y USD 14.100 millones desde el inicio de la actual gestión del BCRA (12 de diciembre de 2023), respectivamente (ver Gráfico 1 y Gráfico 2).

**Gráfico 1 | Reservas Internacionales Brutas**



Fuente: BCRA.

**Gráfico 2 | Reservas Internacionales Netas. Definición BCRA**



Fuente: BCRA.

En el resto de este apartado se busca identificar y aclarar las diferencias que existen entre la contabilización de las RIN para el monitoreo bajo el acuerdo con el FMI y las RIN como disponibilidades en moneda extranjera bajo normas contables, que gobiernan el registro y valuación de los activos y pasivos del BCRA (y que determinan el margen de uso de su balance para administrar el mercado de cambios).

## Definiciones alternativas de RIN que surgen de distintos acuerdos con el Fondo Monetario Internacional

Los aspectos relevantes de la definición de RIN<sup>30</sup> utilizada en el marco del acuerdo con el FMI surgen del Memorando Técnico de Entendimiento (MTE) del programa vigente (IMF EFF 2025). Al respecto, se observa lo siguiente: en el programa vigente, las RIN se miden como el valor en dólares estadounidenses de las reservas brutas del BCRA menos la suma de los pasivos en moneda extranjera del BCRA con plazo original menor a un año y de los pasivos del Tesoro originados en desembolsos netos acumulados del programa vigente del FMI. Esta definición de RIN difiere de la definición utilizada en acuerdos previos<sup>31</sup>. Es decir, la definición no es fija a lo largo de los diferentes acuerdos, ya que no está basada en una convención económica o contable única.

Segundo, el cálculo de RIN es utilizado por el FMI con el propósito de monitorear el esfuerzo de acumulación de reservas internacionales en el programa financiero a mediano plazo. Esta métrica sintetiza el progreso en la capacidad del BCRA de disponer de liquidez para pagar vencimientos de deuda futura por encima del stock de pasivos con vencimiento dentro de un año. Tercero, los activos y pasivos en moneda distinta al dólar se valúan a los tipos de cambio constantes y vigentes a una fecha específica (31/01/25). Esto persigue el propósito de aislar las RIN en el programa de los cambios de valuación de activos o pasivos del BCRA.<sup>32</sup>

Las particularidades mencionadas implican que la definición de RIN que computa el FMI para el seguimiento del acuerdo vigente: (a) no refleja el criterio de disponibilidad de reservas del BCRA que surge de los activos y pasivos de sus propios estados contables auditados; (b) no está orientada a diagnosticar la disponibilidad de reservas del BCRA para atender las necesidades inmediatas de liquidez del mercado de cambios (sino sólo aquellas que estén por encima del repago de sus pasivos computados, sin discriminar si son pasivos fácilmente refinanciables o no); y (c) hoy no representa una medida efectiva (es decir, a precios corrientes de mercado), sino inferior, de la capacidad de disponer de activos para conducir la política cambiaria.

## Definición de RIN que se ajusta a las normas que rigen los estados contables del BCRA.

Las normas de valuación y registro de los activos y pasivos de los estados contables aplicables al BCRA determinan una definición de RIN diferente: incluye los fondos en moneda extranjera disponibles y factibles

---

30 Las reservas oficiales brutas se definen de manera consistente con el Manual de Balanza de Pagos 6 (BPM6) como derechos disponibles frente a no residentes denominados en monedas convertibles. Los mismos incluyen: derechos monetarios del BCRA, oro, tenencias de DEG – Derechos Especiales de Giro –, la posición de reservas en el FMI, tenencias de instrumentos de renta fija y saldos netos en efectivo de ALADI. Los pasivos oficiales brutos en moneda extranjera incluyen: pasivos en moneda extranjera con vencimiento original de un año o menos (por ejemplo, repos de bancos privados), desembolsos netos acumulados del FMI al Tesoro Nacional desde la fecha de inicio del programa, cualquier posición neta en *forwards* entregables (*mark to market* de la posición abierta) con vencimiento original de un año o menos asumida por el BCRA o por instituciones en su nombre. También se consideran pasivos oficiales brutos el *swap* con el Banco Popular de China (tanto el tramo activado como no activado), el *swap* con el BIS, las cuentas corrientes de las entidades en moneda extranjera en el BCRA, SEDESA, ALADI y otros depósitos de no residentes. Ni las obligaciones externas del Tesoro Nacional ni sus depósitos en moneda extranjera en el BCRA se consideran pasivos oficiales brutos del BCRA.

31 En todos los acuerdos con el FMI, se han incluido dentro de los pasivos de las RIN, parte de los fondos desembolsados por dicho organismo. Sin embargo, el criterio no responde a principios económicos o construcciones inalterables. De hecho, los acuerdos difieren en la magnitud en que estos desembolsos son considerados dentro de pasivos. Por ejemplo, en el acuerdo de 2018 se incluyó como pasivo el uso de recursos del Fondo extendidos en el contexto del paquete de financiamiento excepcional. En la práctica esto implicó que las RIN “mejoraron” en un monto cercano al 50% del desembolso total, unos USD7.300 millones. En el acuerdo del 2022, se incluyeron como pasivos los desembolsos del Fondo depositados en la cuenta de DEG, excepto el componente neto de financiamiento del programa (DEG 3.166 millones o unos USD4.400 millones). Es decir, en este segundo acuerdo los desembolsos del organismo (un 45% del total desembolsado) también permitieron “mejorar” parcialmente las RIN bajo el programa. A diferencia de estos dos programas, en el acuerdo de 2025, se incluyeron los desembolsos netos de los pagos desde el inicio del programa. Es decir, hoy el FMI incluye como pasivos en un primer momento la totalidad de los desembolsos del organismo bajo el programa por lo cual no “mejoran” las RIN bajo el programa.

32 Cabe señalar que en el marco de los programas y revisiones realizadas por el FMI se establecen distintos *ajustadores* para determinar el cumplimiento de las metas de RIN. En esta última revisión solo se estableció un ajustador para los desembolsos de préstamos de otros organismos internacionales que financian al Gobierno General /o al BCRA (ver última revisión con el FMI en este [enlace](#)).



de ser utilizados por el BCRA, siempre y cuando los pasivos relacionados tengan un vencimiento original a más de un año. Detrás de esta definición, se destacan los siguientes tres criterios.

En primer lugar, al sólo contemplar los pasivos propios del balance del BCRA (y no los del Tesoro), no se descuentan los desembolsos del crédito del FMI al Tesoro. Hacerlo, en cambio, resultaría en una duplicación contable de ese monto en el registro de la deuda consolidada. Notar que, a diferencia de lo sucedido en los programas del FMI previos (2018, 2022), el programa actual no generó un incremento del *pasivo* del BCRA. Por el contrario, en el IMF EFF 2025 el BCRA recibe del Tesoro los fondos desembolsados por el FMI (Activos de Reserva) a cambio de la pre-cancelar otros *activos* en cartera del BCRA (Letras Intransferibles del Tesoro). Segundo, los contratos de *repos* con bancos internacionales, a plazo original de devolución mayor a un año, se suman a la definición de las RIN. Tercero, al valorar los activos del BCRA a su valor efectivo de mercado se reflejan las tenencias de activos (incluyendo el oro) a precios corrientes.

La determinación de las RIN utilizando los activos valuados a precios de mercado y los pasivos propios de su balance es la definición de RIN consistente con los estados contables auditados del BCRA y la más apropiada para evaluar la capacidad del BCRA de gestionar la política cambiaria. El siguiente cuadro muestra la comparación de las RIN bajo las definiciones mencionadas, en distintos momentos: al inicio de la administración actual, a diciembre de 2024 y a diciembre de 2025 (ver Cuadro 1). Allí se destaca la mejora de USD 14.100 millones desde el inicio de la actual gestión del BCRA (12 de diciembre de 2023).

**Cuadro 1 | Cálculos de Reservas Internacionales Netas**  
Miles de millones de USD

Cómputo derivado del Balance de BCRA*	7/12/23	31/12/24	31/12/25	Variación desde dic-23
1. Reservas oficiales brutas	21,2	29,6	41,1	19,9
2. Pasivos oficiales brutos (vencimiento original menos de un año)	32,4	32,1	38,2	5,8
3. Reservas Internacionales Netas (=1-2)	-11,2	-2,4	2,9	14,1
* Valuados a precios corrientes				

Cómputo para el monitoreo del Acuerdo FMI**	7/12/23	31/12/24	31/12/25	Variación desde dic-23
1. Reservas oficiales brutas	22,6	30,1	37,4	14,8
2. Pasivos oficiales brutos (vencimiento original menos de un año)	32,2	32,2	51,5	19,3
3. Reservas Internacionales Netas (=1-2)	-9,6	-2,1	-14,1	-4,5
**Valuados a precios constantes del 31/01/2025				

## Apartado técnico 3 / Actualización del IPC - INDEC: Cambios esperados y sus implicancias

En febrero de 2026, el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) comenzará a publicar<sup>33</sup> la inflación nacional correspondiente al mes de enero utilizando un nuevo Índice de Precios al Consumidor (IPC)<sup>34</sup>. La actualización del índice busca reflejar las modificaciones de los patrones de consumo de los hogares en respuesta a las fluctuaciones de los precios relativos, así como los cambios de hábitos y la aparición o desaparición de bienes y/o servicios del mercado.

Tal como destaca el instituto de estadísticas, la publicación de los resultados a partir del primer mes calendario facilitará la interpretación de las variaciones acumuladas y asegurará la consistencia para las cuentas nacionales, ofreciendo mayor claridad comunicacional durante el primer año de implementación del nuevo índice. En este apartado se enumeran los factores detrás de los cambios que se esperan observar entre la estructura del IPC que venía publicando el INDEC hasta el momento y el nuevo IPC. También se mencionan las implicancias que estos cambios pueden tener sobre la sensibilidad del comportamiento de la inflación ante *shocks* de corto plazo.

El principal cambio se atribuye a la actualización de la composición de la canasta de bienes y servicios, utilizando la información de la encuesta de gastos (ENGHo) realizada entre 2017 y 2018<sup>35</sup>. Se presume que el período base del nuevo IPC será el año completo (2025=100). La ventaja yace en que, al promediar los 12 meses del año, se evitan problemas derivados de la estacionalidad del gasto. Siguiendo los estándares internacionales vigentes<sup>36</sup>, los ponderadores no se ajustarían por la evolución de los precios relativos entre 2018 y 2025.

Según anticipó el INDEC, se adoptará el sistema de clasificación de consumo individual por finalidad COICOP 2018 (por sus siglas en inglés<sup>37</sup>), que amplía la canasta a 13 divisiones frente a las 12 que tenía el IPC anterior. Se prevé que el nuevo IPC aumente significativamente la cantidad de precios relevados y de informantes, mejorando así su representatividad. En lo referido a la composición de la nueva canasta, ganarán peso los servicios en detrimento de los bienes. La información extraída de la ENGHo 2017/18 permite estimar ponderadores similares a los que utilizará el INDEC para construir el nuevo IPC<sup>38</sup>. Para hacer una comparación

---

33 La novedad fue informada por INDEC en el [comunicado del IPC de septiembre 2025](#) y en la [gacetilla de prensa](#) de octubre de 2025.

34 El IPC es un índice de canasta fija que mide la evolución en el tiempo de los precios de un conjunto de bienes y servicios representativos del gasto de los hogares urbanos del país. Para construirlo, el INDEC requiere tomar decisiones sobre qué ítems relevar y qué peso tendrán en el índice, obteniendo la información a partir de una encuesta de hogares que se realiza en forma esporádica, denominada Encuesta Nacional del Gasto de los Hogares (ENGHo).

35 Se recuerda que el IPC empleado hasta diciembre de 2025 y publicado desde enero de 2017 (en adelante "IPC anterior") hacía referencia a la encuesta (ENGHo) 2004/05, actualizada por la evolución de los precios relativos (utilizando como período de referencia al mes de diciembre de 2016, dic-16=100).

36 Ver Capítulo 9 del [Manual del índice de precios al consumidor: conceptos y métodos del FMI](#). La actualización del IPCBA realizada por el Instituto de Estadística y Censos de la Ciudad (IDECBA) en 2022 es el antecedente más reciente en el que se utilizó un año completo como período base (2021) y además se emplearon ponderadores de la ENGHo 2017/8 sin corregir por la evolución de precios relativos. Ver IPCBA. Actualización del año base. Marzo de 2022.

37 *Classification of Individual Consumption According to Purpose*.

38 Para definir los productos de la nueva canasta del IPC se consideran los gastos en bienes y servicios declarados por los hogares que cumplen ciertos criterios mínimos, tanto en participación sobre el gasto total como en cantidad de hogares que los consumen. Además, se suelen incorporar algunos productos de consumo generalizado, aun cuando su peso sea menor. Los ponderadores estimados a partir de la ENGHo 2017/18 pueden diferir de los que publicará el INDEC y tienen un carácter orientativo, buscando mostrar los principales cambios en la composición y en la estructura de ponderaciones del nuevo IPC.

adecuada, se calcularon los ponderadores implícitos a 2025 del IPC anterior corrigiendo los ponderadores en su base (dic-16) por la evolución de los precios relativos<sup>39</sup> (ver Cuadro 1<sup>40</sup>).

**Cuadro 1 | IPC. Comparación de ponderaciones de agrupados seleccionados y categorías**

Agrupado / Categoría	IPC (dic-16=100)	IPC (dic-16=100) Actualizado a 2025	ENGHo 17/18 (est.)
<b>Bienes</b>	<b>66,1</b>	<b>67,3</b>	<b>55,2</b>
Alimentos y bebidas no alcohólicas	26,9	28,7	22,7
Carnes y derivados	8,9	10,0	7,6
Prendas de vestir y calzado	9,9	8,2	6,8
Combustibles y lubricantes	4,2	3,7	6,5
<b>Servicios</b>	<b>33,9</b>	<b>32,8</b>	<b>44,8</b>
Restaurantes y comidas fuera del hogar	8,6	10,4	6,2
Electricidad, gas y otros combustibles	2,9	4,1	5,3
Alquiler de la vivienda y gastos conexos	4,6	3,3	5,9
<b>Estacionales</b>	<b>11,3</b>	<b>10,2</b>	<b>9,7</b>
<b>Regulados</b>	<b>20,8</b>	<b>20,3</b>	<b>24,6</b>
<b>Núcleo</b>	<b>67,9</b>	<b>69,5</b>	<b>65,7</b>

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC

La primera conclusión que surge de estas estimaciones es que los servicios ganarán peso en forma significativa en detrimento de los bienes (aproximadamente 12 puntos porcentuales). En términos de las categorías principales (precios regulados, núcleo y estacionales), se estima que los *precios regulados* aumentarán su ponderación a costa de la categoría de *precios núcleo*, mientras que los *precios estacionales* mantendrán una ponderación similar <sup>41</sup>.

Dentro del conjunto de bienes se destacan las pronunciadas pérdidas de ponderación de Alimentos y bebidas no alcohólicas y de Prendas de vestir y calzado, a la par del incremento en el peso de los Combustibles. Los Alimentos y bebidas no alcohólicas cederían aproximadamente 6 puntos porcentuales de participación en el IPC (de los cuales 2 p.p. serán atribuibles al agrupado Carnes y derivados). Las Prendas de vestir y calzado disminuirían su participación desde el 8,2% implícito en 2025 en el IPC anterior a aproximadamente 6,8% en el nuevo. En sentido contrario, se destaca el incremento de casi 3 p.p. en la ponderación de Combustibles y lubricantes.

Otra forma en la que se reflejará la menor influencia de los precios de los alimentos en el IPC será la marcada caída en el peso de Restaurantes y comidas fuera del hogar (desde aproximadamente 10% a 6% del índice), aunque este agrupado se clasifica como Servicio. En sentido contrario, el resto de los servicios privados

39 Para calcular la contribución o incidencia del aumento de un agrupado en el Nivel General de inflación, se utilizan los ponderadores implícitos, ajustados por la evolución de los precios relativos hasta el período considerado, y no los ponderadores originales del período de referencia del índice. Si desde el momento base del IPC el índice de un agrupado  $i$  se incrementó más que el Nivel General, hacia adelante sus variaciones tendrán más incidencia en la inflación que lo señalado por el ponderador de dicho agrupado en el período base. Es decir, implícitamente dicho agrupado  $i$  "pesa" más que en el período base, calculando la incidencia ( $I$ ) de su variación en el momento  $t$  mediante la siguiente fórmula:  $I_{it} = \text{Ponderador implícito } i_{t-1} \cdot \text{Variación } \%_{it}$

40 El Cuadro 1 muestra los ponderadores del IPC anterior en el período base dic-16=100, tal cual los publica INDEC, luego dichos ponderadores pero corregidos por precios relativos a 2025 y, por último, los estimados a partir de la ENGHo 2017/8, que serían similares a los que utilizará INDEC para construir el nuevo IPC.

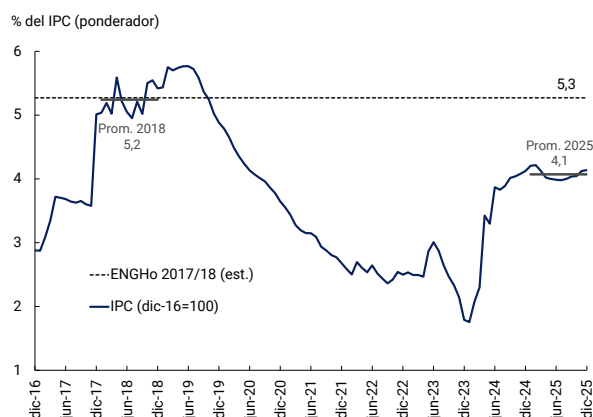
41 Es importante resaltar que, dado que los pesos del IPC anterior en 2025 son los de la ENGHo 2004/5 corregidos por precios relativos —primero por INDEC hasta el momento de la construcción de dicho IPC y luego implícitamente hasta 2025— sus diferencias con los ponderadores del nuevo IPC (seguramente con base 2025) se deben a dos factores: 1) cambios en las cantidades consumidas entre las ENGHo 2004/5 y 2017/18 debido a modificaciones en los patrones de consumo en los 13 años que transcurrieron entre encuestas y 2) cambios en los precios relativos entre 2017/18 (ENGHo utilizada para el nuevo IPC) y 2025 (período base del nuevo IPC), que se incluían en la ponderación implícita del IPC anterior.

promediaría un significativo aumento en su ponderación, destacándose por ejemplo el caso de Alquileres y gastos conexos que duplicarían su peso (desde alrededor de 3% a 6%).

Por su parte, los precios regulados de los servicios públicos aumentarían su ponderación, pero el impacto será menor al que suele estimarse cuando se compara usando el período base del IPC anterior, sin tener en cuenta que sus ponderadores fluctuaron por la evolución de los precios relativos<sup>42</sup>. El caso más ilustrativo es el del agrupado Electricidad, gas y otros combustibles (ver Gráfico 1). La fuerte caída entre 2020 y 2023 de su ponderador implícito en el IPC se correspondió con una baja pronunciada del peso en la canasta real de los hogares durante esos años<sup>43</sup>.

Al lanzar el nuevo IPC en 2026, luego de una importante recomposición de tarifas, el INDEC reduce el problema que podría haberse generado en años recientes de sobreponderar el gasto en Electricidad y gas; lo que habría sucedido si se aplicaban pesos correspondientes a un año en el que las tarifas se encontraban en niveles récord (2018) a un año en el que estaban en niveles mínimos (por ejemplo, 2023). Resulta que la corrección tarifaria iniciada en 2024 permitió aproximar parcialmente el ponderador implícito de Electricidad, gas y otros en el IPC anterior (4,1%) al nuevo ponderador surgido de la ENGHo 2017/18 (5,3%).

**Gráfico 1 | Electricidad, gas y otros combustibles.**  
**Evolución de su ponderación implícita en IPC**  
**(dic-16=100) y comparación con ponderador ENGHo**  
**2017/18**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

Con los cambios que tendría el nuevo IPC es esperable que, en el corto plazo, aquellos *shocks* que influyan más directamente sobre el precio de los bienes, como por ejemplo las fluctuaciones de los precios internacionales de *commodities* agrícolas o las correcciones del tipo de cambio, tiendan a incidir menos en la inflación de corto plazo en relación con el IPC anterior (compuesto en mayor medida por bienes). En sentido opuesto, las actualizaciones de las tarifas de los servicios públicos, los mecanismos indexatorios en alquileres y expensas, y la evolución de los salarios tenderán a impactar relativamente más en el nuevo IPC. Dado

42 Estas fluctuaciones son muy relevantes al analizar el peso de los servicios públicos en el IPC anterior, ya que las políticas de actualización tarifaria (ej. durante 2017 y durante 2024) o de atraso (desde 2020 hasta 2023) han generado cambios significativos en el peso de dichos servicios y, por lo tanto, en la incidencia de sus variaciones en el cálculo de inflación.

43 Dada la relativa inelasticidad precio de la demanda de Electricidad y Gas respecto a otros agrupados del IPC, es razonable suponer que el peso real en la canasta de consumo de los hogares depende principalmente del precio relativo. Esto se confirma al verificar que el ponderador implícito en el IPC anterior para el año 2018 (5,2%) es prácticamente igual al peso que midió la ENGHo 2017/8.

el mayor peso de los combustibles, también se prevé que los precios internacionales del petróleo y gas puedan tener una incidencia algo más elevada que en el pasado.

Si bien el conjunto de las modificaciones en las ponderaciones del IPC tendrá efectos sobre la sensibilidad de la inflación a distintos *shocks* de corto plazo, ello no debería afectar significativamente la tendencia inflacionaria esperada. Esto es debido a que la inflación es un fenómeno monetario y su evolución dependerá, en el largo plazo, de las fluctuaciones en la demanda y oferta de dinero —y de las acciones correctivas que pueda implementar el BCRA ante la aparición de esas discrepancias.

## Apartado técnico 4 / IPC subyacente (IPC-S BCRA): Una métrica adicional para el monitoreo de la tendencia inflacionaria

Con el propósito de que la dinámica de precios sea consistente con el objetivo de profundizar la senda desinflacionaria, el BCRA ejerce un estricto control sobre la cantidad de dinero. La calibración de la política monetaria en el régimen elegido se realiza en función de la evolución de la inflación, su relación con el nivel de actividad y las condiciones financieras que determinan la demanda de dinero. Mientras la inflación observada se mantenga por encima de la inflación internacional, el BCRA aplicará un sesgo monetario contractivo<sup>44</sup> respecto de su estimación de la trayectoria base de demanda de dinero (ver Capítulo 3).

Dado que la política monetaria actúa con rezagos sobre la inflación, la información contenida en los precios recientemente observados resulta útil a la hora de constatar si la velocidad de convergencia de la inflación a los objetivos del BCRA es adecuada, o no. En este último caso, se considerará endurecer o relajar la política monetaria para corregir el desvío. El análisis de la tendencia inflacionaria contribuye, junto con otros factores, a formar una visión más precisa de la evolución de los precios a mediano plazo. Esa mayor precisión permite evitar sobrereacciones de la política monetaria ante episodios transitorios de volatilidad, factores estacionales o mecanismos de indexación que distorsionan la lectura tendencial de los precios.

Dicho esto, no resulta obvio cuál de los índices de inflación minorista ofrece la aproximación más apropiada a la tendencia inflacionaria. El informe de IPC mensual publicado por el INDEC ofrece información detallada sobre la evolución de precios. Sin embargo, para los fines de análisis y política económica, puede resultar conveniente construir medidas de inflación “subyacente” complementarias a las disponibles. Estas medidas permitirían aislar de la tasa de inflación aquellos movimientos atribuibles a factores transitorios, capturando indicadores complementarios de la tendencia general de los precios<sup>45</sup>.

En ese sentido, cabe señalar que la categoría Núcleo del IPC incluye a los agrupados Carnes y derivados y Alquileres y gastos conexos (expensas). Un análisis de estos agrupados permite observar que presentan una elevada volatilidad, un marcado comportamiento estacional —si bien algo irregular, especialmente en las carnes— y un conjunto de esquemas indexatorios —aún vigentes sobre los alquileres inmobiliarios— (ver Gráfico 1).

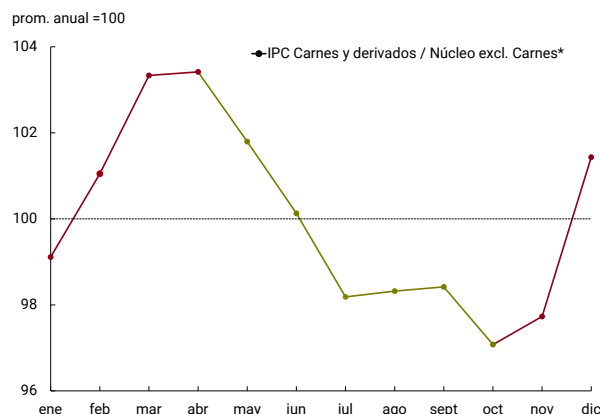
---

44 Ver Sección: Aspectos de implementación operativa del programa monetario 2026, en la Nota de Prensa de BCRA: [Profundización del esquema de agregados monetarios: fase de remonetización 2026](#).

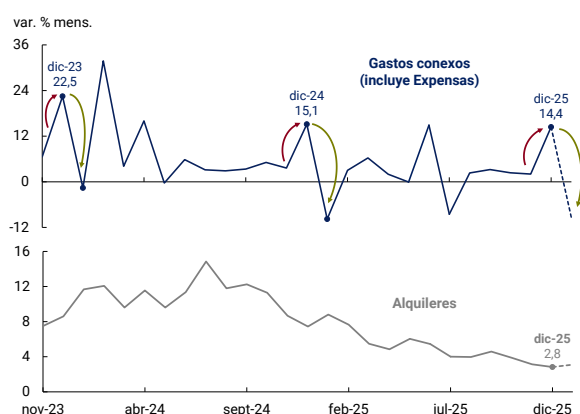
45 “...For the purpose of economic analysis, it is desirable to construct measures of “core” or “underlying” inflation that exclude movements in the inflation rate that are attributable to transient factors. In other words, measures of core or underlying inflation seek to measure the persistent or generalized trend of inflation. For example, central banks use measures of the general trend of inflation when setting monetary policy, and for this reason, economists and statisticians are increasingly interested in developing measures of underlying inflation...” Párrafo 14.23 del [Manual de índices de precios al consumidor del FMI](#).

## Gráfico 1 | Comportamiento estacional del IPC Carnes y derivados y de Alquileres y gastos conexos

### a. Carnes y derivados



### b. Alquileres y gastos conexos



\*Ratio del promedio de los niveles de Carnes y derivados e IPC Núcleo excluyendo Carnes y derivados, agrupados por mes calendario desde ene-17 a dic-25.

Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

La mayoría de las medidas de inflación subyacente utilizadas por bancos centrales para su análisis se orientan a reducir o eliminar la influencia de precios excepcionalmente volátiles o de cambios individuales de precios especialmente significativos. En un espíritu similar, el BCRA incluye en su monitoreo métricas complementarias a las provistas por el INDEC. Entre ellas, una medida de inflación que aproxima las características deseables de una medida de inflación subyacente excluye los agrupados “Carnes y derivados” y “Alquileres y gastos conexos” de la categoría Núcleo del IPC de INDEC.

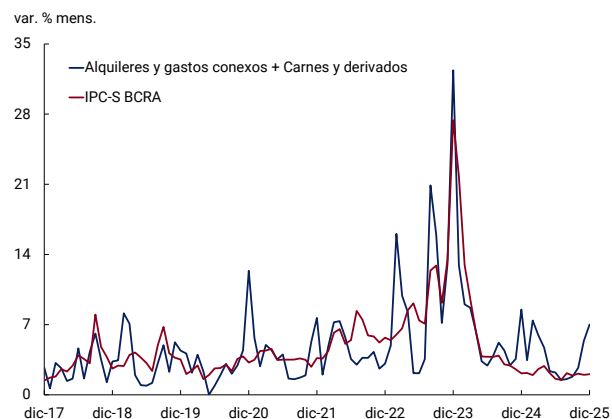
A efectos de identificarla de manera sencilla y distinguirla de otras medidas posibles de inflación subyacente se hará referencia al “IPC subyacente (IPC-S BCRA)”<sup>46</sup>. Se trata de un indicador sencillo, construido en base a información pública y fácilmente replicable por analistas especializados, que permite monitorear la evolución de un subconjunto relevante de precios para el manejo de la política monetaria. En diciembre, mes en el cual el IPC y el IPC núcleo registraron una variación mensual de 2,8% y 3%, respectivamente, el IPC-S BCRA mostró una variación mensual de 2,1%. Durante 2025, las variaciones interanuales de los tres índices de inflación fueron de 31,5% (IPC), 33,1% (IPC núcleo) y 28,1% (IPC-S BCRA).

En el margen el IPC-S BCRA sugiere una tendencia inflacionaria más benigna que las medidas convencionales informadas por el INDEC. No obstante, es esperable que, a inicios de 2026, cuando se revierta el efecto estacional de los precios de las carnes sobre el nivel general de la inflación, se observe el efecto opuesto. De este modo, el análisis del IPC-S BCRA brinda —junto a otras medidas de inflación subyacente— información de corto plazo “menos ruidosa” para la toma de decisiones de política económica, considerando siempre las dinámicas generales del proceso inflacionario en plazos más largos.

46 La metodología basada en excluir agrupados muy volátiles del IPC es consistente con lo señalado por el manual del FMI, donde se señala que en general se decide excluir, entre otros ítems, alimentos como Frutas, Verduras y Carne fresca: “...Several methods can be used to derive a measure of core or underlying inflation. Most measures of underlying inflation focus on reducing or eliminating the influence of exceptionally volatile prices, or of exceptionally large individual price changes. The most traditional approach is to exclude particular components of the CPI on a discretionary basis. The items to be excluded would be based on the compiler’s knowledge of the volatility of particular items, depending on the country’s economic conditions. Items commonly excluded under this approach are fresh meat, fruit, and vegetables, and fuels and other energy products...” Párrafo 14.24 del [Manual de índices de precios al consumidor del FMI](#).

En efecto, en el corto plazo el IPC-S BCRA presenta una evolución menos volátil en comparación con la inflación general y con la inflación núcleo. A su vez, no presenta comportamiento estacional marcado y no contempla efectos rezagados asociados a mecanismos indexatorios (cuyo marco legal ha sido modificado; ver Gráfico 2).

**Gráfico 2 | IPC-S BCRA vs. los agrupados de Carnes y derivados y de Alquileres y gastos conexos**

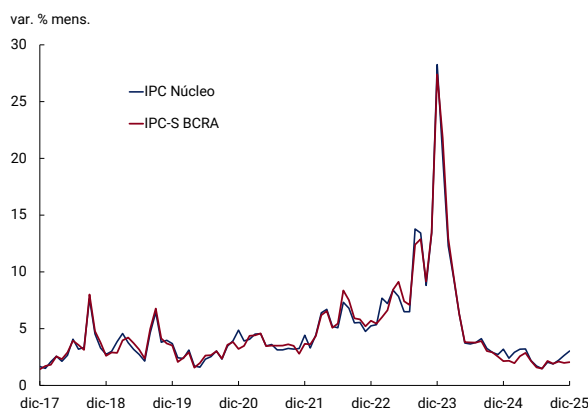


Fuente: BCRA.

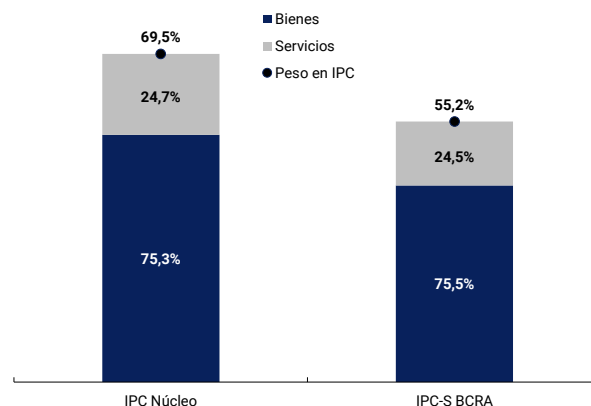
A su vez, se observa que en el largo plazo las variaciones del IPC-S BCRA convergen a niveles similares a las del IPC núcleo (ver Gráfico 3a). Es decir, si bien el dato del IPC-S BCRA fue inferior al dato del IPC núcleo en diciembre, cabe señalar que no presenta un sesgo respecto de la evolución de la inflación (tanto del nivel general como del nivel núcleo). En parte, esto refleja que la composición del IPC-S BCRA mantiene una proporción de bienes y servicios similar a la que se observa en el IPC núcleo (ver Gráfico 3b).

**Gráfico 3 | IPC núcleo e IPC-S BCRA**

**a. Evolución mensual**



**b. Composición en términos de bienes y servicios\***



\*Estimación en base a los ponderadores implícitos calculados a dic-25.  
Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.



# Apartado técnico 5 / Régimen de agregados monetarios y ancla nominal: estimación de la demanda real de dinero

## I. Marco conceptual y práctico para la estimación de la demanda real de dinero

Modelar relaciones de comportamiento económico a nivel agregado presenta múltiples complejidades, a pesar de lo cual los bancos centrales desarrollan modelos con el fin de estimar su variable objetivo en un horizonte definido. Esta necesidad es independiente del régimen monetario, ya sea que la estimación involucre un objetivo final (la tasa de inflación) o un objetivo intermedio (tipo de cambio, tasa de interés o agregados monetarios) de equilibrio que incide en el objetivo final de la política monetaria.

El uso de modelos probabilísticos para la elaboración de estimaciones cumple un doble propósito: Primero, un propósito interno y analítico orientado a facilitar el planeamiento de una estrategia monetaria operativa. Segundo, un propósito externo y comunicacional orientado a coordinar las expectativas privadas en torno al objetivo de la autoridad (ver Recuadro III.2.3). Tanto el planeamiento como la comunicación dependen crucialmente del desarrollo de modelos cuantitativos que sean robustos en contextos de coyuntura cambiante. El desafío se intensifica cuando los entornos presentan cambios estructurales recurrentes, en muchos casos sin antecedentes en la historia reciente, sean monetarios, financieros o del sistema de pagos.

El BCRA opera bajo un régimen de control de la cantidad de dinero, un esquema que ha sido utilizado exitosamente por bancos centrales en economías en proceso de estabilización tras inflaciones elevadas y/o caracterizadas por un alto grado de sustitución de moneda (dolarización). En tales circunstancias, un esquema de este tipo ofrece la ventaja de asegurar autonomía monetaria en un marco de relativa simplicidad operativa, contribuyendo al proceso de reconstrucción de credibilidad de la política monetaria. Una vez corregidos los desequilibrios macroeconómicos y eliminado el excedente monetario (*"overhang"*), la operatoria de un régimen de control de la cantidad de dinero requiere estimar la evolución probabilística de la demanda de dinero, ya que la misma puede variar en el tiempo y está sujeta a *shocks* inesperados.

En este apartado técnico se describe el enfoque adoptado por el BCRA para estimar la demanda real de dinero, insumo indispensable para administrar la oferta monetaria, que constituye el ancla nominal del régimen. Este enfoque se respalda en un conjunto de modelos que combinan una adecuada estimación de las relaciones económicas que perduran en el largo plazo, con la capacidad de incorporar rápidamente las alteraciones del contexto que prevalece en el corto plazo.

Esta metodología, adoptada y refinada por el BCRA, resulta particularmente apropiada cuando, como ocurre en la actualidad, los modelos económicos y las estimaciones econométricas se ven afectados por cambios en la estructura de la economía, tanto por razones macroeconómicas como microeconómicas. Las primeras se refieren a la transición misma de un régimen monetario-cambiario (y el grado de apertura financiera y comercial) a otro. Entre las segundas, se encuentra la sustitución de activos financieros y saldos monetarios vinculada a innovaciones en las tecnologías de pago.

## II. Marco analítico que facilita trabajar con diversas fuentes de incertidumbre

En Argentina, la interrelación de las variables económicas que se requiere estimar depende de la dinámica de los procesos económicos observables que la definen, y estas observaciones están sujetas al contexto (cambiante) estructural. Por ello, la elección y elaboración de un marco analítico adecuado (robusto)

comienza por reconocer dos dimensiones principales de incertidumbre. La primera fuente de incertidumbre es la que afecta a los modelos utilizados para la estimación del agregado monetario que el BCRA propone controlar. Esta fuente de incertidumbre tiene distintos componentes: aquella asociada con la inferencia paramétrica y, como se mencionó arriba, aquella vinculada a la ocurrencia de cambios estructurales.

El segundo factor de incertidumbre se relaciona con el escenario macroeconómico asumido en el horizonte de estimación. Se trata del riesgo de que el escenario macroeconómico (*input*) que se usa para alimentar el modelo *ex ante* no se verifique *ex post*. Un desvío de esta naturaleza es propio de la ocurrencia de perturbaciones exógenas (cambios en la oferta y demanda domésticas o en las condiciones financieras y reales globales), sujetas a una distribución de probabilidades. Los desvíos también pueden originarse en *shocks* de naturaleza política (como sucedió previo a las elecciones legislativas de 2025) o de extremos climáticos (como ocurrió con la sequía de 2023). Estos riesgos resultan difíciles de cuantificar *ex ante*. Al no resultar práctico incorporar este tipo de riesgo (binario) como insumo (*ex ante*) de la programación monetaria, el BCRA vuelca sus esfuerzos a administrar el impacto del shock una vez que ocurre (*ex post*).

### III. Marco metodológico que permite segregar la incertidumbre coyuntural de la estructural

El enfoque metodológico utilizado por el BCRA para la programación monetaria puede caracterizarse como convencional, en tanto se encuentra alineado con la metodología empleada por los principales bancos centrales del mundo. Consiste en utilizar un “ecosistema de modelos” (un conjunto articulado y coherente de modelos de distintas características, objetivos, supuestos y niveles de agregación, que interactúan y se complementan entre sí)<sup>47</sup>. El núcleo de este ecosistema es un modelo semiestructural de escala media, de frecuencia mensual, complementado por un amplio conjunto de módulos y modelos satélites.

El modelo semiestructural ofrece múltiples virtudes. Permite incorporar fácilmente no linealidades en parte de su estructura paramétrica, específicamente en los efectos de las expectativas de inflación y la variación del tipo de cambio sobre la dinámica macroeconómica. Además, posee un alto grado de flexibilidad empírica, y adaptabilidad ante cambios de contexto, en comparación con modelos basados en estructuras económicas rígidas. Esta característica permite compensar algunas de las limitaciones que pueden presentar, en contextos cambiantes, los modelos completamente microfundados (los cuales siguen siendo útiles para ejercicios de evaluación de políticas y la elaboración de análisis contrafactuales en entornos controlados).

En el caso de la demanda de dinero, la estimación obtenida a partir de un número amplio de modelos permite mitigar su potencial inestabilidad. Estos modelos se organizan en distintas categorías, cuyo objetivo es captar los efectos de diversos factores. Los modelos incluidos en cada categoría o conjunto comparten una metodología general, aunque difieren en la cantidad de determinantes considerados y en el período muestral utilizado para su estimación. La estimación reportada surge de optimizar los factores de ponderación de los modelos con mejor desempeño dentro de cada conjunto. La ponderación óptima refleja la calidad del ajuste observado<sup>48</sup>. Por ejemplo, las estimaciones del circulante en poder del público y de los depósitos a la vista tradicionales (no remunerados), ambos componentes del M2 transaccional del sector privado no financiero, se basan en dos conjuntos de modelos para cada agregado.

47 Ver por ejemplo Ciccarelli, M., Darracq Pariès, M. y R. Priftis (2024) “ECB Macroeconometric Models for Forecasting and Policy Analysis”. ECB Occasional Paper No. 2024/344.

48 El ponderador utilizado para el pronóstico fuera de la muestra, es entonces aquel que surge de minimizar el error de pronóstico dentro de la muestra para los últimos 12 meses.

#### IV. Síntesis de la metodología utilizada por BCRA en la elaboración de sus estimaciones probabilísticas

El primer conjunto de modelos está conformado por los denominados *vector error correction models* (VECM), orientados al proceso de corrección hacia el equilibrio<sup>49</sup>. Los VECM constituyen una herramienta convencional para el pronóstico de la demanda de dinero<sup>50</sup>. Estos modelos incluyen un término de convergencia (o corrección) que permite vincular la dinámica de corto plazo con la de largo plazo. Esta estructura depende de determinantes convencionales: la escala de las transacciones, medidas del costo de oportunidad de mantener dinero y, en el caso de ciertos agregados, otras variables relevantes para la sustitución de activos como por ejemplo las expectativas de variación del tipo de cambio<sup>51</sup>.

El segundo conjunto de modelos parte de una especificación de corrección al equilibrio, pero presenta no linealidades en su estructura paramétrica, en la relación de mediano plazo y en la de corto plazo. Así, permiten incorporar los efectos de cambios en la estructura de funcionamiento de la economía (por ejemplo, desarrollos en el sistema de pagos que impulsan la adopción de medios de pago alternativos que sustituyen el uso del efectivo). Estos últimos se incluyen como no linealidades en las elasticidades de la demanda respecto del nivel de actividad y del costo de oportunidad.

A modo ilustrativo, se presenta una descripción representativa de los dos conjuntos de modelos utilizados. Por un lado, las ecuaciones (1)-(2) muestran una versión estilizada de los modelos de corrección al equilibrio.

La ecuación (1) se corresponde con la estimación de una relación de cointegración representativa de la demanda de largo plazo del agregado monetario  $y$ . Entre sus determinantes se encuentra el costo de oportunidad ( $co_t$ ), el nivel de actividad ( $act_t$ ), y el resto de los determinantes de largo plazo, incluidos en el vector  $X_t$  (v.gr. volumen. De transacciones llevadas a cabo con medios de pago alternativos, etc.), siendo  $\alpha_i$  el correspondiente vector de coeficientes de  $X_t$ .

$$y_t^p = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot co_t + \alpha_2 \cdot act_t + \alpha_i \cdot X_t \quad (1)$$

La ecuación (2) modela la dinámica de corto plazo. Las variaciones<sup>52</sup> del agregado en cada período son una función de sus propios rezagos, y de las variaciones pasadas y contemporáneas de sus determinantes - variación de la actividad económica ( $\Delta act_{t-i}$ ), del costo de oportunidad ( $\Delta co_{t-i}$ ), y de los restantes determinantes incluidos en el vector  $F$

$$\Delta y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^j \beta_i \cdot \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^j \phi_i \cdot \Delta act_{t-i} + \sum_{i=0}^j \phi_i \cdot \Delta co_{t-i} + \gamma \cdot F_t + \theta \cdot ec_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

La ecuación de corto plazo incorpora el término de corrección al mediano/largo plazo rezagado un período,  $ec_{t-1}$ , que constituye la diferencia entre el valor actual de la demanda del agregado monetario, y su nivel de mediano/largo plazo —ver ecuación (3)—.

49 Entendiendo como equilibrio al nivel al que converge la demanda del agregado en cuestión en el mediano/largo plazo.

50 Para un análisis detallado de este tipo de enfoques ver Juselius, K (2006). "The Cointegrated VAR Model: Methodology and Applications". Oxford University Press.

51 Un subconjunto de los modelos utilizados busca incorporar el juicio resultante del análisis económico dentro de la estructura del modelo utilizado para estimar y pronosticar la demanda de dinero. Para ello se procede a llevar el esquema base de corrección al equilibrio a una representación de espacio-estado, en el que el juicio se adiciona a modo de señales "ruidosas". Este subconjunto de modelos "señalizados" resulta de particular utilidad en entornos en los que los cambios estructurales no fueron observables en la muestra de estimación, o cuando constituyen innovaciones sin antecedentes, pero con efectos esperables sobre la evolución de la demanda de dinero. Técnicamente, estas señales se incorporan como variables observables en la ecuación matricial de observación. Los desvíos estándar de los errores de observación se calibran en función de la fortaleza de la señal.

52 Los modelos se especifican sobre los niveles en logaritmos de los saldos reales desestacionalizados (desestacionalización propia en base al programa X13ARIMA-SEATS).

$$ec_t = y_t - y_t^{lp} = y_t - \alpha_0 - \alpha_1 \cdot co_t - \alpha_2 \cdot act_t - \alpha_i \cdot X_t \quad (3)$$

Donde la magnitud de la corrección del desalineamiento en el corto plazo viene dada por el coeficiente  $\theta$ .

Por su parte, las ecuaciones (4)-(7) a continuación muestran una versión de referencia de los modelos que incorporan no linealidades.

En este caso, se representa un modelo para la demanda de circulante en poder del público en el que se asume que, en la medida en que los medios de pago alternativos se desarrollan, la demanda de mediano/largo plazo pierde sensibilidad con sus costos de oportunidad, dependiendo en el límite sólo del nivel de actividad. La transición de los valores de las elasticidades en las demandas de largo plazo son una función no lineal del nivel de desarrollo de los medios de pago alternativos.

En la representación que se describe a continuación, se asume que a medida que aumentan las transacciones con medios alternativos, la elasticidad ingreso de la demanda del agregado converge a un valor  $\beta_{act}^\infty = \alpha_2 - \delta_{act}$ , donde  $\alpha_2$  es la elasticidad ingreso de largo plazo en ausencia de medios de pago alternativos y  $\delta_{act}$  es la diferencia entre  $\alpha_2$  y  $\beta_{act}^\infty$ .

La nueva ecuación de largo plazo se especifica en (4), donde la variable  $w_t$  es una función no lineal (logística) del nivel de transacciones alcanzado con medios de pagos alternativo ( $alt_t$ ) –ver ecuación (5)–.<sup>53</sup>

$$y_t^{lp} = \beta_{act}^\infty \cdot act_t + w_t \cdot [\alpha_1 \cdot co_t + (\alpha_2 - \beta_{act}^\infty) \cdot act_t] \quad (4)$$

$$w_t = \frac{1}{1 + \exp(-\lambda_{alt}(\theta_{alt} - alt_t))} \quad (5)$$

El parámetro  $\theta_{alt} > 0$  es un nivel “umbral” del nivel de desarrollo de los medios de pago alternativos, por encima del cual el efecto de la no linealidad se hace más marcado. El coeficiente  $\lambda_{alt}$  controla la pendiente de la transición logística. Valores elevados de  $\lambda_{alt}$  implican un cambio rápido de  $w_t$  desde 1 a 0 en el entorno de  $\theta_{alt}$ .

Cuando  $alt_t$  es muy bajo,  $\theta_{alt} - alt_t$  es grande y positivo, de modo que  $w_t \approx 1$ . En ese caso, la ecuación de largo plazo resulta:

$$y_t^{lp} \approx \alpha_1 \cdot co_t + \alpha_2 \cdot act_t \quad (6)$$

Cuando  $alt_t$  es muy alto,  $\theta_{alt} - alt_t$  es negativo y grande en valor absoluto, de modo que  $w_t \approx 0$ . En ese caso la ecuación de largo plazo resulta<sup>54</sup>:

$$y_t^{lp} \approx \beta_{act}^\infty \cdot act_t \quad (7)$$

<sup>53</sup> En esta especificación del modelo, la variable  $alt_t$  es un determinante de las elasticidades y no de  $y_t$  a través de  $X_t$ .

<sup>54</sup> El ejemplo busca ilustrar el hecho de que en una economía en la que se tiende al uso generalizado de medios de pago digitales, la demanda remanente de circulación tiende a ser insensible a la tasa de interés y depender principalmente del nivel de actividad, reflejando el uso por parte de individuos que no operan con medios de pago digitales. Un hecho que no se incorpora en este ejemplo, es que, en la transición, a medida que se incrementa el uso de los medios de pago electrónicos, la sensibilidad de la demanda de circulante a los costos de oportunidad podría eventualmente aumentar en el corto plazo, reflejando el carácter sustitutivo de las billeteras digitales y otros medios de pago alternativos respecto del circulante.

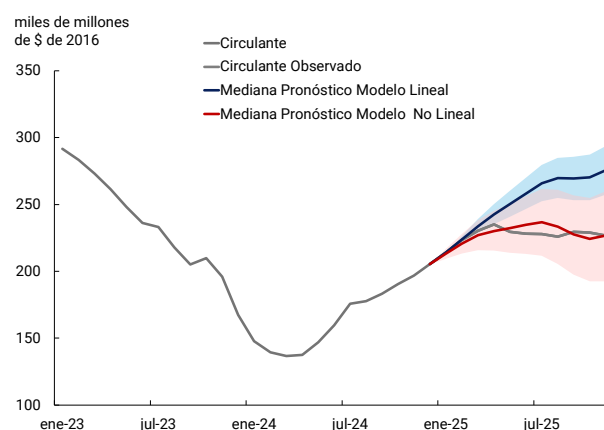
## V. Incorporación de cambios estructurales: La contribución de los modelos no lineales

El Gráfico 1 se presenta a continuación con el fin de ilustrar la magnitud de los procesos de cambio estructural que afectan a la economía argentina y la virtud de un marco monetario del BCRA para incorporar esa dinámica. En el mismo se compara el pronóstico del circulante en público para todo el año 2025 utilizando dos modelos alternativos, ambos estimados con datos hasta diciembre de 2024. En ambos casos se utiliza como escenario macroeconómico el efectivamente realizado de manera de captar sólo la incertidumbre proveniente del modelo y no de las variables insumo.

El primer estimado (serie en azul), fue realizado con un modelo de corrección al equilibrio, que no contempla explícitamente los efectos del cambio en las tecnologías de los medios de pago. El segundo (serie en rojo), fue realizado con un modelo que considera los efectos no lineales de tales cambios tecnológicos, en línea con el modelo descrito previamente en este apartado. En ambos casos se reportan las bandas de confianza correspondientes.

Como puede apreciarse, el modelo sin cambio en las tecnologías de pago (serie en azul) hubiera pronosticado un mayor ritmo de re-monetización durante 2025. La demanda de dinero de largo plazo estimada por este modelo es mayor a la derivada del modelo que incorpora el cambio en las tecnologías de pago. Esto se deba a que se nutre de la información sobre el comportamiento histórico de la sociedad en la que no existían las alternativas tecnológicas de hoy en día, ni los cambios de comportamiento estructural introducidos como resultado de la cuarentena decretada en 2020. Por el contrario, el modelo que da cuenta de estos efectos (serie en rojo) logra captar con mucha mayor precisión la dinámica (más débil) de demanda de dinero efectivamente observada durante 2025 (serie en gris).

**Gráfico 1 | Saldos reales de circulante en público s.e.**



Fuente: BCRA en base a datos de INDEC.

## Glosario de Abreviaturas y Siglas

**AMBA:** Área Metropolitana de Buenos Aires

**ANSES:** Administración Nacional de la Seguridad Social

**ARCA:** Agencia de Recaudación y Control Aduanero

**AT:** Adelanto Transitorio

**AUH:** Asignación Universal por Hijo para Protección Social

**BCRA:** Banco Central de la República Argentina

**BONTE:** Bono del Tesoro Nacional

**BPM6:** Manual de Balanza de Pagos 6

**CABA:** Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**CEPAL:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**COICOP** *Classification of Individual Consumption According to Purpose.*

**CyE:** Combustibles y Energía

**DECNU:** Decreto de Necesidad y Urgencia

**DEG:** Derechos Especiales de Giro

**DLK:** Títulos ajustados a la evolución del dólar

**EE.CC.:** Estados Contables

**EIL:** Encuesta de Indicadores Laborales

**EMAE:** Estimador Mensual de la Actividad Económica

**EMBIG:** *Emerging Markets Bond Index Global*

**ENGHo:** Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**EUR:** Euros

**Fed:** Reserva Federal de los Estados Unidos

**FIEL:** Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

**FSB:** *Financial Stability Board*

**G20:** Grupo de los 20

**GBA:** Gran Buenos Aires

**GCF:** Gran crisis financiera

**IA:** Inteligencia Artificial

**i.a.:** Interanual

**IBIF:** Inversión Bruta Interna Fija

**ILA:** Indicador Líder de la Actividad Económica

**INDEC:** Instituto Nacional de Estadística y Censos

**IPC:** Índice de Precios al Consumidor difundido por el INDEC

**IPC BA:** Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires

**IPC-N INDEC:** Categoría Núcleo del IPC

**IPC-S BCRA:** Inflación Subyacente del BCRA

**IPIM:** Índice de Precios Internos al por Mayor

**IPOM:** Informe de Política Monetaria

**ISAC:** Indicador Sintético de la Construcción

**IT:** *Inflation Targeting*

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado

**LEBAC:** Letras del Banco Central

**LEFI:** ventanilla automática de remuneración de la liquidez del BCRA

**M2:** Billetes y monedas + cuasimonedas en circulación + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

**MiPyMEs:** Micro, pequeñas y medianas empresas

**Mens:** mensual/mensualizada

**MAE:** Mercado Abierto Electrónico

**MLC:** Mercado libre de cambios

**MOA:** Manufacturas de Origen Agropecuario

**MOI:** Manufacturas de Origen Industrial

**MT:** Metas de Agregados

**MTE:** Memorando Técnico de Entendimiento

**MTEySS:** Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social

**n.a.:** Nominal anual

**NEA:** Noreste argentino

**NGFS:** *Network for Greening the Financial System*

**NOA:** Noroeste argentino

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

**OO.II.:** Organismos internacionales

**OPEP:** Organización de Países Exportadores de Petróleo

**OTC:** *Over the counter*

**p.b.:** Puntos básicos

**p.p.:** Puntos porcentuales

**p:** Proyectado

**PEA:** Población Económicamente Activa

**PFE:** Programa de Facilidades Extendidas del FMI

**PIB:** Producto Interno Bruto

**PMI:** *Purchasing Managers' Index*. Índice de encuestas a gerentes de compras

**PP:** Productos primarios

**PPN-26:** Proyecto de Ley de Presupuesto Nacional 2026

**PyMEs:** Pequeñas y medianas empresas

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado del BCRA

**REPO:** *Repurchase Agreement*

**RIB:** Reservas internacionales brutas

**RIGI:** Régimen de Incentivos para Grandes Inversiones

**RIN:** Reservas internacionales netas

**ROFEX:** Mercado a Término de Rosario

**RR.II:** Reservas internacionales

**s.e.:** Serie sin estacionalidad

**SPNF:** Sector Público Nacional no Financiero

**TN:** Tesoro Nacional

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**TPM:** Tasa de política monetaria

**Trim.:** Trimestral / Trimestre

**USD:** Dólares Americanos

**UTDT:** Universidad Torcuato Di Tella

**UVA:** Unidad de Valor Adquisitivo

**Var.:** Variación

**WEO:** *World Economic Outlook* elaborado por el FMI